

## **Pénzügypolitika az ezredfordulón**

**SZTE Gazdaságtudományi Kar**  
**Közleményei 2003**



B 192589

# **Pénzügypolitika az ezredfordulón**



**Szerkesztette  
Botos Katalin**

**JATEPress  
Szeged, 2003**

© SZTE Gazdaságtudományi Kar, Szeged

Szerkesztette

Botos Katalin

A szerkesztésben közreműködött:

Kosztópulosz Andreász

Lektorálta

Báger Gusztáv

Hüttl Antónia

Kőrösi István

Náray László

Osman Péter

Idegen nyelvű lektor

Edward Kelly

A sorozat szerkesztőbizottsága

Botos Katalin elnök

Czagány László

Dinya László

Farkas Beáta

Garai László

Katona Tamás

Lengyel Imre

Málovics Éva

Pukli Péter

Veres Zoltán

Sorozatszerkesztő

Deák Szabolcs

SZTE Egyetemi Könyvtár



J000735058



**B 192589**



# Tartalom

Szerzők.....	7
Bevezető.....	9
Botos Katalin:	
<i>A rendszerváltozás és a pénzügyi politika .....</i>	11
Antalóczy Katalin:	
<i>Működőtőke-befektetések és befektetés-ösztönzés Magyarországon .....</i>	34
Dedák István:	
<i>A gazdasági felzárkózás néhány növekedéseméleti tanulsága .....</i>	47
Csillik Péter:	
<i>Pénzpolitika, megtakarítás és közösségi döntések .....</i>	58
Nemescsói András – Wermeser Zsolt:	
<i>Kihívások előtt a gazdaságpolitika és az állampapírpiaac .....</i>	74
P. Kiss Gábor	
<i>Fiskális transzparencia – jelzőszámok nélkül? .....</i>	96
Vincze János:	
<i>Infláció és árfolyamok, avagy infláció és árfolyampolitika? .....</i>	110
Simon András:	
<i>Gazdaságpolitikák haszna és költségei .....</i>	125
Kovács György:	
<i>A hitelkockázatok tőkekövetelménye szabályozásának múltja, jelene és     fejlesztésének lehetőségei.....</i>	141
Botos Katalin:	
<i>Likviditás, szolvencia, prudencia .....</i>	156
Contributors .....	169
Abstracts .....	171



## Szerzők

- Dr. Antalóczy Katalin*, kandidátus, tudományos főmunkatárs, Pénzügykutató Rt. (Budapest)
- Dr. Botos Katalin*, tanszékvezető egyetemi tanár, SZTE Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék (Szeged)
- Dr. Csillik Péter*, vezető közgazdász, Magyar Bankszövetség (Budapest)
- Dedák István*, főiskolai adjunktus, Szent István Egyetem Gyöngyösi Főiskolai Kar Közgazdasági Tanszék (Gyöngyös)
- Kovács György*, egyetemi tanársegéd, Ph.D. hallgató, SZTE Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék (Szeged)
- Dr. Nemescsói András*, főosztályvezető-helyettes, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (Budapest)
- Wermeser Zsolt*, főosztályvezető, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (Budapest)
- Dr. P. Kiss Gábor*, főcsoportvezető, Magyar Nemzeti Bank (Budapest)
- Dr. Simon András*, főosztályvezető-helyettes, Magyar Nemzeti Bank (Budapest)
- Dr. Vincze János*, Ph.D, tudományos főmunkatárs, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem Matematikai Közgazdaságtan és Ökonometria Tanszék (Budapest)



## Bevezető

A harmadik évezred első éveinek legfontosabb gazdasági-politikai eseménye elvitathatatlanul az Európai Unióhoz való csatlakozásunk lesz. Az előző évtized történelme viszont kettős szorításban pergett le: az EU-tagságra való felkészülés és a piacgazdaságra való áttérés jegyében. Az utóbbi természetesen minden szempontból előfeltételét képezte az előzőnek, hiszen az EU tagjává csak demokratikus politikai rendszerű, a piacgazdasági elvek alapján szervezett gazdaság és társadalom lehet.

A kedves Olvasó nyilván úgy érzi majd, hogy a következő mondatot a szakmai sovinizmus íratta le velem, de őszintén úgy vélem, állításom jogos és igaz. Nincs az átmenetnek és az EU-csatlakozásnak olyan kérdése, amely ne lenne egyben pénzügyi kérdés is. Nem csoda, hogy a Pénzügytani Tanszék kutatómunkájának középpontjában éppen azok a kérdések álltak, amelyek a fenntartható növekedés pénzügyi-finanszírozhatósági feltételeire, a pénzügypolitika fő céljaira, ezen belül is mindenekelőtt az infláció letörésére és a devizaliberalizáció megvalósítására vonatkoztak. Az sem véletlen, hogy néhány tanulmány a pénz- és tőkepiac helyzetét, prudens szabályozását, európai perspektíváit taglalja. Oktatásunk egyik súlyponti területe ez, hiszen a piacgazdasági átmenet egyik legfontosabb kérdése volt a pénz- és tőkepiac fejlettségének szintje, nemzetközi normák szerinti szabályozottsága. Ami meg a tőkeáramlást illeti, részben korábbi eladósodottságunk miatt, részben a felzárkózás követelményeiből fakadóan döntő fontosságú kérdés.

A jelen kiadvány elsősorban a makrogazdaság pénzügyi kérdéseire koncentrálna. Bizunk benne, hogy a következőkben sok érdekes mikrogazdasági tanulmánnyal és információval is fogunk szolgálni. Most azonban a pénzügy-politikai keretek megteremtése van napirenden. Érthető módon az aktualitások kötik le a szerzők figyelmét, de talán nem tévedek, hogy néhány állítás, következtetés időt állóan része lesz a magyar pénzügytannak és pénzügy-történetnek.

A tanulmányok különböző időpontban kerültek lezárásra. A szerkesztőbizottság törekedett ugyan a szintre hozásra, de a tanulmányok végén mindenképpen jeleztük, hogy a szerző mikor rögzítette gondolatait. Úgy vélem, hogy a mondanivaló ennek ellenére időszerű, s éppen azáltal érdekes, hogy több oldalról, több nézőpontból – s bizonyos mértékig folyamatában – értékeli a helyzetet, a kihívásokat. Nem is lenne helyes teljes szemléleti egységre törekedni, hiszen tudományágunk forrásban, átalakulásban van. A globalizáció óriási kihívásai mellett a szakemberek, kutatók egyet tehetnek: önmagukat adják. Saját véleményüket, amelyet feltétlenül megalapoz eddigi munkájuk elméleti-gyakorlati kerete. A szerkesztők nevében ezért nyo-



matékosan hangsúlyozzuk: a szerzők nézetei nem homogenizálhatók. Azt reméljük azonban, hogy az olvasók egybevetik azokat egymással és a valós tényekkel, s mérleget vonnak. Az idő rostáján majd kihull, ami a várakozásoktól eltérően alakult. Reméljük azonban, hogy az érdeklődés és a vitatkozási kedv feltámad mindenkinben, aki kézbe veszi a kötetet. S ez lehet a legfontosabb eredménye munkánknak.

Szeged, 2003. január

Szerkesztő

## A rendszerváltozás és a pénzügyi politika

Botos Katalin<sup>1</sup>

2002-ben éppen 20 esztendeje, hogy Magyarország az IMF tagországai sorába lépett. A 80-as évek csonka évtizede alatt számtalan nagy horderejű változtatásra került sor a magyar pénzügyi intézményi rendszerben, egyáltalán, a magyar gazdaságpolitikában. Ki is alakult egy sajátos megjelölés e folyamatra: a lopakodó rendszerváltás. Radikális adórendszeri változtatások, a kétszintű bankrendszer visszaállítása, a tőkepiac intézményeinek – kötvények – embrionális megjelenése, a gazdasági társaságokról szóló törvény elfogadása – hogy csak néhányat idézzünk a szocialista tervgazdaságot alapjaiban megrázó változások közül. Természetesen, a társaságok fő tulajdonosa még az állam volt, de már körvonalazódott a magántulajdon teljes rehabilitálása. A gazdaságpolitika egyre inkább a makrogazdasági keretek által meghatározott feltételeihez igazodott, s ezek elkerülhetetlenül gazdasági megszorításokat tettek szükségessé. Időközben azonban a tényleges rendszerváltoztató nagy fordulatra is sor került. A megelőző évek számos gyakorlata azonban tovább kísértett. Az elméleti és a gyakorlati szakembereket egyaránt hosszú ideje foglalkoztatja a folytonosság és a szakadás miértje a magyar pénzügypolitikában.

- Lehetett volna másképp? Ha nem, miért?
- Mi kényszerítette ki a lopakodó rendszerváltás időszakában a pénzügypolitikai restrikciót?
- Mi volt a megtapasztalt kontinuitás oka?
- Melyek a gazdasági növekedés pénzügypolitikai összefüggései?
- Miként szolgálta a monetáris és devizapolitika a fizetési mérleg egyensúlyának megteremtését?
- Milyen hatásai vannak a külföldi tőkebeáramlásnak a gazdasági növekedésre és a fizetési mérlegre?
- Milyen kihívásokkal nézünk szembe mindezek után az államháztartás finanszírozásában az ezredfordulón?
- Milyen esélyekkel számolhatunk az EU-csatlakozási tárgyalások szempontjából a pénzügy-politikai célok teljesíthetőségét illetően?
- Melyek a napjainkban megfogalmazható legfontosabb gazdaságpolitikai feladatok, amelyeket a pénzügyi politikának támogatnia kellene?

**Kulcsszavak:** pénzügypolitika, monetáris politika, rendszerváltás, EU csatlakozás, tőkebeáramlás, államháztartás, megtakarítás

---

<sup>1</sup> Dr. Botos Katalin, az MTA doktora, tanszékvezető egyetemi tanár, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék (Szeged)

## 1. A pénzügypolitika folytonossága

Arra a kérdésre, hogy miért volt a rendszerváltást megelőző időszakban már szinte egy évtizeden át követett gyakorlat és gyógyterápia a fiskális megszorítások alkalmazása, a rövid válasz egyszerű: mert *így kívánta a Nemzetközi Valutaalap*.

Árnyaljuk e leegyszerűsített képet! Nem pusztán külső kényszerről volt szó. A hitelek végül is mi vettük fel, senkinek nem lehet szemrehányást tenni, – felelős a magyar politikusokon kívül – hogy olyan helyzet alakult ki, amelyben a gazdaságpolitikai prioritásai közül a fizetőképesség megőrzése került az első helyre. A szűkös devizatartalékok és magas eladósodás körülményei között számolni kellett az ikerdeficittel, vagyis azzal, hogy a gazdaságba kiáramló forint *deviza felhasználást is vont maga után*, s ez az, amire nem volt fedezet az MNB-ben (1. táblázat). Következésképp, vagy meg kellett volna változtatni a GDP *import intenzitását* – ami rövidtávon lehetetlen volt, hiszen semmiképp nem megy gyökeres szerkezetváltás nélkül –, *vagy korlátozni kellett a kiáramló jövedelmeket*, mert azok, mintegy automatikusan maguk után vonják a folyó fizetési mérleg romlását. Az pedig már nem tudott hova tovább romlani, hiszen csak addig romolhat, amíg van további eladósodási lehetőség, külföldi devizahitel, vagy van még devizatartalék. A rendszerváltozás előtti utolsó évben azonban a tartalékszint az abszolút minimumra csökkent.

1. táblázat Magyarország adósságszolgálatának relatív mutatói  
(1990-2000, százalék)

Megnevezés	Konvertibilis devizában							Konvertibilis és nem konvertibilis devizában					
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Bruttó külföldi adósság <sup>1</sup>	60,7	62,7	61,7	66,6	66,5	71,5	71,5	62,4	54,6	55,8	64,5	66,8	
Nettó külföldi adósság <sup>1</sup>	45,5	40,3	37,6	40,5	44,1	38,0	36,9	32,6	26,4	26,4	25,0	24,7	
Adósság-szolgálat, devizában <sup>2</sup>	12,7	11,2	11,2	11,0	12,6	16,2	16,2	17,4	17,2	11,5	10,8	10,9	
Folyó fizetési mérleg egyenlege/GDP	0,4	0,8	0,8	-9,0	-9,4	-5,6	-5,5	-3,7	-2,1	-4,8	-4,4	-3,3	
Importfedezeti mutató (hónap)	0,1	4,4	5,4	7,3	6,8	9,2	9,2	6,9	4,8	4,6	5,5	4,3	

Megjegyzés: 1) Tulajdonosi hitelekkel/GDP, 2) 1996-tól tulajdonosi hitelek nélkül/GDP

Forrás: MNB (2000).

Hitelképességünket csak az IMF folyamatos asszisztenciája biztosította, s az általa adott, feltétlenül követendő tanácsok közé tartozott a takarékos költségvetési politika, amit a nyolcvanas években azért meg-megszegtek a gazdaságpolitikusok, akkoriban a pártkongresszusok hatására. A húzd meg-ereszd meg politika a demokratikus kormányokat is jellemzi, s nem csak nálunk, hiszen mindenki szívesebben teremt jobb létet a választások előtti időszakban, még ha ennek később – tudottan –



lesz is ára. A pártállami rendszerben a gazdaságpolitikai megmértetés, a párton belüli politikai erők birkózásának színtere a pártkongresszus volt, így annak erőviszonyai alakították a ciklusokat. Az ország gyakorlatilag stagnált, ennyi eredménye volt a követett politikának. Belső átalakulásra azonban nem került sor.

Hogy miért nem volt a megszorító fiskális politika eredményes a rendszerváltás előtt? Azon túl, hogy az említettek szerint nem volt következetes, azért is, mert nem tudta megteremteni a pénzügypolitika komplexvitásában az összhangot. Nem párosult a költségvetési politika a monetáris politika szigorával (Botos K. 1989).

Miként is párosulhatott volna, amikor csak a 80-as évek végén állítottuk vissza a kétszintű bankrendszert, s csak ekkor kezdett formálódni a monetáris politikai eszköztár. (Egyébként *jóval gyorsabban*, mint azt a nyugati szakemberek feltételezték. A 90-es évtized elejére már működtek nálunk azok az elemek, amelyekre tanítani akartak bennünket a „tanácsadók”).

A jegybank devizapolitikája azonban a nyolcvanas években is erős korlátok között mozoghatott, mint ahogy a forint konvertibilitása is korlátozott maradt. Hiszen, mint ismeretes, az IMF csak a folyó tranzakciók korlátozás-mentességéhez ragaszkodott feltétlenül, s annak nagy részét már korábban is biztosítottuk. A magán-személyek és a tőke mozgás terén fennálló restriktív szabályozást tudomásul kellett vennie a Valutaalaprak is, hiszen végig ott táncoltunk a fizetéseképtelenség határán. Mindaddig, amíg az új politikai rendszer fel nem állt, a félig-meddig piacósított magyar modellnek (modified centrally planned economy) inkább csak hátrányos hatásait „élveztük”, hiszen a dollár konvertálódott a termelésen keresztül nem konvertibilis rubelre – ha volt forint, volt devizavételi lehetőség –, aminek ára viszont a további eladósodás volt, a nyugati tőkepiacokon. A termelési struktúraváltás tőkét igényelt volna, de eladósodottságunk miatt a külső forrás legfeljebb direkt tőkeberuházás formájában jöhetett volna be, hazai szabad forrást pedig, a nem eléggé hatékony belső allokációs rendszer miatt, nem lehetett kisajtolni. A huszonegyedik órában, 1988-ban született törvény a külföldi tőkével létesülő vállalkozásokról, méghozzá számos kedvezménnyel (Antalóczy–Sass 2000). Ezek egy részét az első kormány ugyan visszavonta, mondván, hogy a tőke a reális költségelnyök, profitlehetőségek hatására jöjjön be, és semmiképp ne diszkrimináljuk az esetleges hazai tőkét. A megkapott kedvezmények visszamenőleges törlésére azonban nem kerülhetett sor.

Egyébként a demokratikus kormányzat által nyújtott – immár tulajdonos-szemleges – lehetőségekkel is elsősorban a külföldi beruházók tudtak élni, hiszen a leértékelődő forint mellett egy-kettőre elérték például az egymilliárd forintos küszöböt, amelyhez komoly kedvezmények járultak. Az ennél kisebb beruházásokat eszközöző hazai vállalkozások így kimaradtak, s ha ma mérjük az adóterheket, láthatjuk, hogy a kisvállalatoké lényegesen nagyobb, mint a nagy cékéé, köztük a multiké (Botos J. 2001), ami nyilván nem szolgálja a hazai vállalatok felzárkózását, szerves együtt-fejlődését s kétségkívül komoly felfutást mutató külföldi tulajdonú nagyvállalatokkal. Pedig a gazdaságpolitikában ez napjaink kulcskérdése (Csillik 2003).

Visszatérve a rendszerváltozás kezdetére, 1990 után szembe kellett nézni a devizataralékok szinte teljes hiányával. Ez *a kellemetlen örökség kontinuitásra készítetett a pénzügypolitikában, lényegesen nagyobb következetességgel, mint korábban.* Nélkülözhetetlen volt az IMF segítsége, az viszont szigorú elvárásokat fogalmazott meg a gazdaságpolitikával szemben. Az első demokratikus kormány viszonylag határozott lépéseket tett az ár- és termelési támogatások csökkentésére, annak érdekében, hogy a piacgazdaság jelzőrendszere működhessen. Nem tudott – és nem is akart – azonban a szociális juttatások terén radikális mérséklést bevezetni, hiszen a piac-hiány és a támogatások szűkítése – párosulva a szigorú jogi szabályozással – vállalati csődök sorát eredményezte. Egyes vélemények szerint a csődtörvény abszolút pozitívuma volt a rendszerváltást követő pénzügyi politika, a pénzügyi fegyelem kikényszerítésének fontos eszköze. Más vélemények szerint – hivatkozhatunk Oblath Gáborra – túl szigorú volt, talán túl is lőtt a célon (Oblath 1998).

A kialakuló munkanélküliség kezelése szükségessé tette a társadalombiztosítás liberális hozzáállását az elő és rokkantnyugdíjazásokhoz, a korengedményes nyugdíjba vonuláshoz. Rövid idő alatt majd félmillióval nőtt a nyugdíjasok száma. Körülbelül ezzel azonos volt 1992-re a munkanélküliek száma is (2. táblázat).

2. táblázat A nyugdíjasok és munkanélküliek számának alakulása január 1-jén (1960-2002, millió fő)

Év	Nyugdíjasok száma	Munkanélküliek száma
1960	0,6	≈0
1970	1,4	≈0
1980	2,0	≈0
1990	2,5	0,10
1991	2,6	0,40
1992	2,7	0,60
1993	2,8	0,60
1994	2,9	0,45
1995	2,9	0,50
1996	3,0	0,48
1997	3,0	0,46
1998	3,1	0,40
1999	3,2	0,40
2000	3,1	0,40
2001	3,1	0,30
2002	3,1	0,20

Forrás: KSH (1999, 2001).

Ily módon a TB töltötte be a szociális háló szerepét, egy minimális megélhetés lehetőségét nyújtva a rendkívüli kihívásokhoz koruknál fogva már nehezen al-

kalmazkodó rétegek számára. Természetesen csodák nincsenek, s amennyi munkanélküli segílyt ez a költségvetésnek megtakarított – mérsékelve annak potenciális hiányát –, annyi plusz fedezetlen kiadást jelentett a társadalombiztosítás alrendszerén belül. Nem csoda, hogy a társadalombiztosítás hiánnyal küszködött, ámbár, – s ezt kevesen tudják hazánkban – a régióban szinte egyedülként vészelte át nagyobb megrázkódtatások nélkül az átállás első három évét. Mivel azonban a társadalom elöregedett, s a demográfiai trendek további romlást mutatnak a korösszetételben, a nyugdíjrendszer nemcsak a már jelentkező hiánnyal, de a benne rejlő *implicit államadósággal* is szembe kellett nézzen. Mivel a költségvetés nem háríthatja el a kötelező nyugdíjrendszerek működésével kapcsolatos garanciát, ott lebegett a távlati kötelezettségvállalás, mint az állam adóssága a döntéshozók előtt. Ezt próbálták megoldani, vagy legalábbis explicitté tenni, a kötelező nyugdíjpénztár reformlépésével, a második kormányzati ciklusban.

A bevezetett nyugdíjreform megítélésében meglehetősen eltérőek a nézetek, hiszen valójában azt jelenti, hogy a költségvetés átvállalja a mai nyugdíjasok számára járó összegek hiányzó fedezetét. Ezt gyakorlatilag csak állampapírok kibocsátásával tudja fedezni, azaz a magánmegtakarítóktól. A költségvetés kölcsönvesz azoktól, akiknek most van befektetni való pénzük, hogy a nyugdíjuk fedezetét gyűjtögetők – tehát ugyancsak megtakarítók – által a kötelező rendszerből kivont pénzt a ma élő nyugdíjasok felé pótolja. Ez azután jelentheti akár azt is, hogy a nyugdíjalapon keresztül *közvetve maga a nyugdíjjogosult jegyzi le a papírokat*, mint biztonságos pénzügyi befektetést jelentő instrumentumokat. A kamatot pedig az egész adófizető közösség vállalja. Ha belegondolunk, *itt bérarányos járulékkerhet* váltunk ki az *adóterhekk*el, amit azonban nagy részben maguk a bérből és fizetésből élők viselnek. Ne felejtjük: a járulékot a *munkaadók* fizették nagyobb részben. Az adóknak viszont sokkal kisebb része terheli a vállalati szektort. *Az ezredforduló pénzügypolitikája tehát reallokálja a közterheket, a vállalkozókról a munkavállalókra, s a jelen adófizetőiről a jövő adófizetőire.*

A reformot kétségtől interpretálhatjuk úgy, hogy az *implicit* eladósodás ily módon *explicitté* vált.

Ezt nem mindenki tekinti a legjobb „beruházási” döntésnek. Államadóságot felvállalni lehetett volna számos egyéb, infrastrukturális probléma megoldására is, ami a növekedést felgyorsítva, mérsékelhette volna az implicit adósságok fenyegetését (Oblath 1998). *Tagadhatatlan, hogy az előre elköltött pénzekért a következő generációk be fogják nyújtani a számlát.*

Nem mindegy azonban, hogy mikor. A nyugdíjakat – majd – fizetni kell. Ez elvitathatatlan kötelezettség minden munkavállaló esetében. Ha most ennek fedezetét – legalább is részben – elkezdjük gyűjtögetni a kötelező magánnyugdíjpénztárakban, viszont a közeli években esedékes fizetések érdekében expliciten eladósodunk, azzal bizony jócskán kimerítjük EU-s keretlehetőségeinket. Vannak ugyanis még *hasonló implicit adósságai* a magyar társadalomnak – például az *infrastruktúra lemaradása, környezetszennyezés*, amit ugyancsak a múlt hagyott örököül

nekünk. Ezen problémák megoldása is az EU-belépést megelőző feladat. E pénzeszközöket vajon miből fogjuk előteremteni, ha most már kimerítjük explicit eladósodásunk határát? Hiszen, ha ma még nem is vagyunk a kimutatások szerint fölötté az államadósság/GDP mutatónak, de nem vennék jó néven a csatlakozási folyamatban, ha fölé mennénk a maastrichti kritériumoknak.

Az említett szemlélet azonban, azaz, az államháztartás komplex kezelése – sajnos – nem volt jellemzője az eddig végrehajtott pénzügyi reformoknak. A számos kötelezettség akkor is saját államháztartási forrást igényel(ne), ha az EU ezek némelyikéhez komoly támogatást ad. Ha ezt nem tudjuk – akár eladósodás útján is – előteremteni, a gazdaságpolitika a privatizáció kényszerpályájára jut.

Az államháztartás alrendszerének összefüggése, illetve az egész államháztartás reformja ritkán kerül napirendre. Természetesen a kutatásokban már megjelenik, hogy az EU-hoz való közelítés során át kell értékelni számbavételi rendszerünket. Azt ugyanis folyamatosan mondjuk, hogy a költségvetés hiányának mérséklése fontos feltétele a szigorú és eredményes pénzügypolitikának, s az EU-csatlakozási kritériumok teljesítésének is, csak hogy *mi is valójában a deficit?* A névértéken kimutatott adósság változása, ahogyan a Nemzetközi Valutaalap számol? Vagy mindközönségesen a hagyományos nominális deficit, azaz a bevétel-kiadás különbsége, esetleg ennek különböző hatásoktól (konjunktúra, infláció) megtisztított változatai? A központi költségvetésre korlátozódunk-e, avagy konszolidálunk a jegybankkal, az ÁPV Rt-vel is? Figyelembe vesszük-e az állam adósságaként az MFB hitelfelvételeit is? Hogyan vesszük számításba az olyan rendkívüli esetek hatását, mint például a bankkonszolidáció? (Ahol ugyan az adósság keletkezése nem ment keresztül a deficiten – nem járt pénzmozgással a banki hiányok fedezése –, de a folyamatos adósságszolgálati teher ott van minden jövőbeni költségvetés kiadási rovatán. A névértéken kimutatott államadósság megnőtt.)

A kérdés azonban koránt sem csupán számbavételi jellegű. Társadalompolitikai kihatása igen nagy.

Melyik mutató változása van/volt a legszorosabb összefüggésben a keresleti hatással? Az elemzések – több mutató összehasonlításával – azt hozták ki, hogy 1991-93 között a fiskális politika közvetlen expanzív hatását mérsékelte a reálkamat-kiadások csökkenése. 1994-96 között viszont a reálkamatok növekedni kezdtek, s ez mérsékelte a közvetlen keresletszűkítés hatását (P. Kiss 2003).

Ha a tervezett kereslet-szűkítést biztosítani akarta a kormányzat, tartani kellett a költségvetési deficitet. Ehhez azonban „helyet kellett csinálni” a kiadási oldalon belül a kamatfizetéseknek.

Úgy is fogalmazhatunk: *az elsődleges költségvetési egyenlegnek aktívnak kellett és kell lennie*, hogy az állampapírok kamatát fizetni tudják. Feltétlenül többet kell elvonni a polgároktól, mint amit transzferek és közösségi szolgáltatások formájában visszakapnak, hogy a befektetők kamatigénye teljesülhessen. Ha magas az infláció, akkor persze meglehet, a hitelezők vagyona éppen hogy megmarad, nincs szó reálgyarapodásról. Igen ám, de a bérből és fizetésből, netán nyugdíjból élők reáljö-

vedelmét az infláció csak megcsapolja. Tehát végbemegy egy jövedelem és vagyoni átcsoportosítás a befektetők, s ezen keresztül a vállalkozói szektor javára. Ez volt a helyzet a Bokros-csomagot követően, amikor felpörgött az infláció. Ha elfogadjuk, hogy a szerkezetátalakulás nem mehet vége a befektetői érdekeltség biztosítása nélkül, s ehhez pedig a megtakarításokon pozitív reálkamatot kell elérni, akkor a fenti jelenség törvényszerű. *A költségvetésnek kell kikényszerítenie a kötelező elosztási rendszerek megszigorításán keresztül, hogy a jövedelemáram az önkéntes újraelosztás rendszerei – így az értékpapírpiacon – felé haladjon.*

Ha tehát summázni akarjuk, hogy miért kellett a 90-es évtized közepén is még fenntartani a fiskális megszorítások politikáját, akkor azt válaszolhatjuk, azért, mert az államadósság nem szűnt meg, csak átalakult. Míg a 80-as években és 1990 elején a külső fizetéseképtelenség veszélye kényszerítette ránk a pénzügyi restriktiót, a továbbiakban az EU-megfelelés igénye terelt ebbe az irányba. Ekkor már nem fojtogatott annyira a fizetési mérleg-probléma, mert a visszafogásokkal és a drasztikus leértékeléssel enyhítettük azt, s a masszív privatizációból jelentős részét a külső adósságnak vissza is fizettük. A belföldi valutában jelentkező államadósság azonban továbbra is a költségvetési kiadások jelentős megterhelését eredményezte, s nagyságrendjében ha nem is volt túlzott – explicite – a nyugat-európai tagországokéhoz képest, de a helyzet rontását – mint utaltunk rá – nem szívesen vállalják fel a politikusok. Ezt magyarázni kellett volna „odakint”, Brüsszelben, s ez mindig kellemetlen.

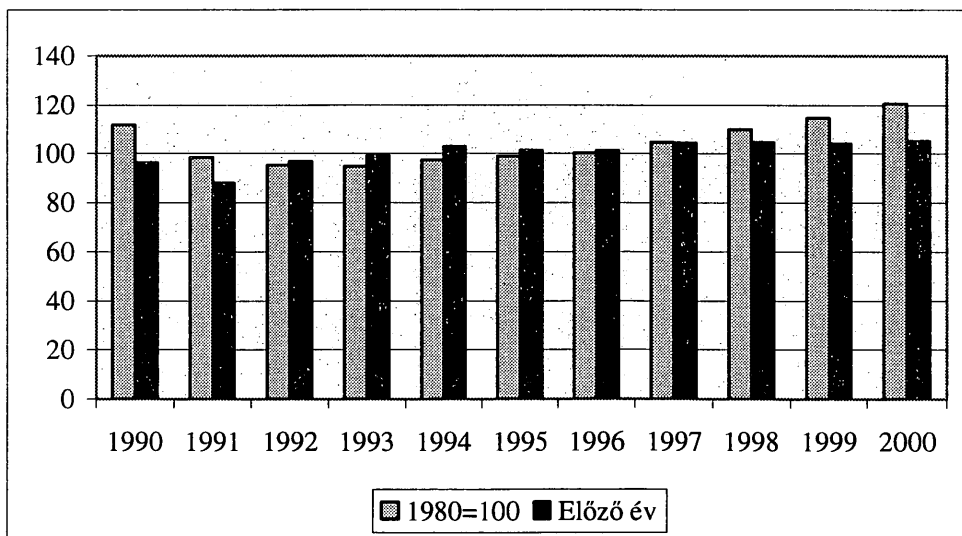
A rendszerváltás után tehát sikeresebb lett – legalább is bizonyos politikusi körök megfogalmazása szerint – a restriktió politikája, mivel a fiskális, monetáris és devizapolitika többé-kevésbé összehangolt volt. *Mit is jelent azonban az úgy nevezett siker?* Azt, hogy a kormányzat politikájának *sikerült* az átállási veszteségeket a második ciklusban egy nagyon határozott intézkedés-sorozattal *szétterítenie a lakosságra* – ki másra? –, ezen belül is a bérből-fizetésből, illetve nyugdíjból, járadékokból élőkre. *Nagyobb társadalmi feszültség nélkül.* Ez bizonyosan politikai sikerként könyvelhető el. A megtakarítani bíró rétegeket, vállalkozókat kevésbé terhelte, azért, hogy meginduljon az akkumuláció – és az valóban megindulni látszott. A külföldi tőkének az összeomlott gazdaság romjain kedvező részvételi lehetőségeket biztosított a privatizáció és a leértékelés, hiszen így viszonylag olcsón lehetett hozzájutni termelőeszközhez, kapacitáshoz, piachoz. A beáramló tőke ugyan részben hozott piacot – lásd autógyártás exportra –, de „vitt” is – lásd élelmiszer, infrastruktúra. Áramra, gázra, kommunikációra mindenképpen szükség van, azt a polgár előteremti, kiizzadja (ha tudja, ha másként nem, költségátcsoportosítással a háztartásban). „Helyben” van a vevőkör, így biztos befektetés ide beruházni. A tőkeimport azonban valóban enyhítette az országban meglévő súlyos tőkehiányt, s komoly struktúraalakulást, technikai haladást is hozott magával, de – még látni fogjuk – nem kis áron. A leértékelés kedvezett az exportkapacitásokat létrehozóknak, s az exportnak általában, jótékony hatással volt a fizetési mérlegre – különösen az importvámok átmeneti pótlékolása eredményeképpen. (Amit természetesen csak súlyos fizetési-mérleg-helyzetben engedélyez az IMF. *Vagyis a siker oka a kudarc. Azért lehetett*

bevezetni ezt a hatékony eszközt, mert a helyzet alapot adott rá. Előbb aligha engedélyezték volna.)

A csomag sikerének záloga mindenképpen a komoly politikai erő volt, amely a törvényhozás többségével szilárdan állt a kormányzat mögött, s ez lehetővé tette olyan szükséges lépések megtételét, amelyre kiegyenlítettebb vagy netán ingatag politikai helyzetben aligha van lehetőség. A legfontosabb az volt talán, hogy az egzisztenciális fenyegetettség, a munkanélküliség árnyékában élő polgároknak a meginduló vállalkozások megélhetést kínáltak, s számukra mindegy volt, milyen tulajdonosi háttérrel.

Döntő volt továbbá az akció a média-támogatottsága is, hiszen ily módon sikerült a megszorító intézkedéseket, mint *eredményeket* bemutatni az ezt elviselőeknek. Legalább is átmenetileg. A nyert idő alatt a legnagyobb horderejű, s *részen visszavonhatatlan* változásokra – elsősorban a privatizációra – sort lehetett keríteni. Nem volt természetesen mindez politikailag sem teljesen következménymentes. A következő szavazáson a társadalom jelezte, hogy észrevette helyzete romlását, vagyis, hogy a konszolidációs sikernek ára van, s azt ő viseli. A determinációk azonban addigra már kialakultak. A következő politikai vezetés bár némi változtatásokat eszközölt, a privatizációs döntéseken nem tudott, az árfolyam-leértékelésen – elég nyilvánvalóan – nem is akart (gyorsan) változtatni.

1. ábra A GDP alakulása Magyarországon (1990-2000, százalék)



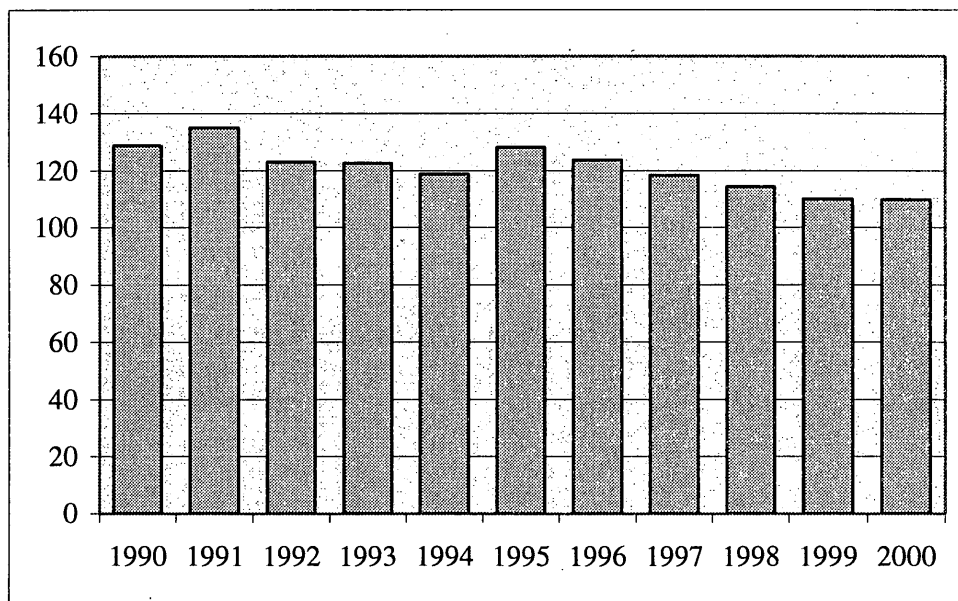
Forrás: MNB (2000).

A gazdaság a 90-es évek második felében lassan elkezdett növekedésnek indulni (1. ábra). A *nadír* elérését 93-ra tehetjük. Egy évtizednyi idő kellett azonban

ahhoz, hogy a gazdaság utolérje önmagát, azaz, a GDP egy főre jutó értéke a rendszerváltozás után elérje a rendszerváltozás előtti szintet. A *kettős sokk* – egy, ami a rendszerváltás utáni GDP visszaesésben, s az azt követő felpörgő inflációban jelentkezett, s *egy másik*, amely a Bokros csomag hatására érte az országot, párosulva a bankkonszolidációval, privatizációs erőfeszítésekkel és a jogszabályi környezet változásaival, elvitathatatlanul *konszolidálta az országot*. Ezt követően a gazdaság egyenletes növekedésnek indult, váltakozó ütemekkel, de mindeddig visszaesés nélkül. (Csak megjegyezzük, hogy másoknál, ez nem így van a közép-európai régióban. Saját eredményünk tehát egyáltalán nem lebecsülhető, bár sokan voltak hajlamosak *elmaradt sokkot* emlegetni – ami egyáltalában nem maradt el –, s lekicsinyelni a rendszerváltás utáni eredményeinket.) Az infláció a második felpörgés után fokozatosan – és immár visszafordíthatatlanul – mérséklődésnek indult, ami a konszolidálás biztos jele (2. ábra).

Nem állítjuk, hogy mindez csak így mehetett végbe, lehetett volna az ütemezésben másképp is eljárni. Azt azonban állíthatjuk, hogy a pénzügyi politika szigorán csak a külső fizetőképesség összeomlásának elhárítása után lehet – vagy lehetett volna – némiképp enyhíteni.

2. ábra Az infláció alakulása Magyarországon, (1991-2000, előző év=100 százalék)

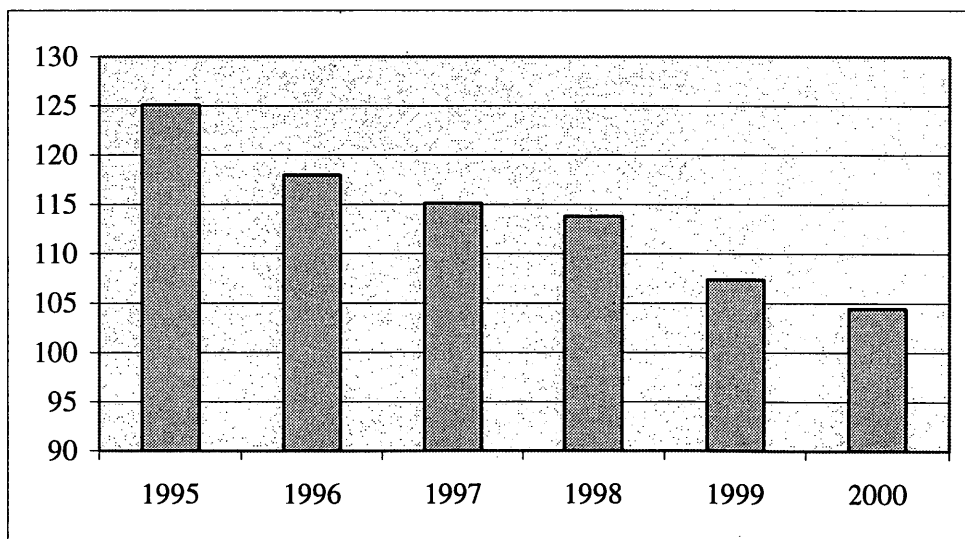


Forrás: MNB (2000).

## 2. Növekedés és finanszírozhatóság

Hogy a lehetőségeket különbözőképpen ítélték meg a gazdaságpolitikusok a rendszerváltást követően, jól mutatja, hogy a rendszerváltás kormánya miként vélekedett. Az első kormányzat úgy ítélte meg, hogy az első két év visszaesése és a bankkonszolidációval párosuló gazdaságkonszolidáció után – hiszen erről volt szó! – lényegében további nagyobb sokkok nélkül át lehet menni a lassú növekedés fázisába. A felvállalt államadósság – amit a konszolidációs kötvények jelentettek – éppen eléggé meg fogja terhelni a költségvetés kiadási oldalát, de a továbbiakban működőképes bankrendszer áll a folyamatok finanszírozásához rendelkezésre. Nem kell, *de végül is le lehet írni* a veszteséget jelentő vállalati csődöket. Az ily módon tiszta lappal induló vállalkozásoknál a megindult beruházások a remények szerint meghozták volna – némi időeltolódással – a külkereskedelmi mérleg javulását, amit természetesen maga a beruházási folyamat 1993-94-ben vitathatatlanul rontott. Annál is inkább, hiszen a még mindig *fölülértékelt* valutánk inkább az importnak kedvezett, mintsem az exportnak (3. ábra). A forint nominális árfolyamváltozásait ehhez egybe kell vetni az inflációs adatokkal (3. táblázat).

3. ábra A forint piaci árfolyamszint-változása a valutakosárral szemben (1995-2000)



Forrás: MNB (2000).

Ennek megvizsgálása a maga részleteiben mindeddig nem történt meg. Így nehéz látni, hogy vajon az idejekorán „felpörgetett gazdaság” volt-e az oka a fizetési mérleghelyzet radikális romlásának, ami kiváltotta a Bokros-csomagot, vagy a dolgok természetéből fakadt, s ideiglenes lett volna. Az inflációs hatást a kínálat-többlet



is tudná fékezni, s ha annak minősége alkalmas az import kiváltására, illetve exportra, akkor a fizetési mérleg is helyreigazodhat. Elméletileg tehát semmiképp nem indokolt az első kormány gazdaságpolitikájának elparentálása, mint hibás koncepcióé. Egyszerűen arról van szó, hogy a nézetkülönbségek nem a helyes/helytelen elméletek mentén választhatók el, hanem az eltérő gazdaságfilozófiák mentén. Feltételezhető elvileg mindkettőről a jó szándék, még ha a végeredmény indulatokat váltott és vált ki a társadalomból. (A nemzeti vagyon – a nemzeti tulajdonban lévő vagyon – drasztikusan lecsökkent, s az ezzel keletkező gazdasági függőség – például a váratlan gyárbezárások, tőke kivonások megrázóan hatnak.)

3. táblázat Időszaki átlagos devizaárfolyamok (1990-2000, középárfolyam forintban<sup>1</sup> egy egységre vonatkoztatva)

	Euró <sup>2</sup>	USD	Angol font	Svájci frank
1990	80,48	63,20	112,56	45,61
1991	92,70	74,81	132,10	52,27
1992	102,10	79,00	139,25	56,22
1993	107,50	92,03	138,21	62,33
1994	124,78	105,13	161,14	77,23
1995	162,65	125,69	198,30	106,62
1996	191,15	152,57	238,41	123,52
1997	210,93	186,75	305,96	128,74
1998	240,98	214,45	355,37	148,28
1999	252,80	237,31	383,85	157,96
2000	260,04	282,27	426,66	167,02

Megjegyzés: 1) Munkanapokkal súlyozva 2) 1999. január 1-je előtt ECU árfolyam

Forrás: MNB (2000, 252. o.).

Az egyik nézet szerint a megoldás az export-vezérelte gazdaság, a másik a belső kereslet vezérelte növekedés filozófiája alapján áll. Figyelembe véve, hogy a nemzetgazdasági termelés zöme minden országban a belső fogyasztásra irányul, ez utóbbi is teljesen logikus, csak az a rákfenéje, hogy a feltétlenül szükséges külső finanszírozásnak biztosítottak lennie. „A fenntartható növekedés a finanszírozható növekedés.” (Erdős 2000, 9. o.) Erdős Tibor akadémikus alaposan körüljárta ezt a kérdést a Külgazdaságban és a Közgazdasági Szemle hasábjain is publikált cikkében.

Zárt gazdaságban a finanszírozási korlátot a megtakarítások alakulása jelenti, nyitott gazdaságban természetesen nem kell a hazai beruházásoknak egyenlőknek lenniük a megtakarításokkal. Ha azonban a beruházások meghaladják a belső megtakarítások mértékét, mindenképpen fizetési mérleghiány jelentkezik. Hadd tegyük hozzá Erdős professzor érveléséhez, hogy ez akkor is így lehet, ha a két tétel egyenlő. A beruházások ugyanis technikai megújítással párosulnak, az pedig rendszerint

importtal jár. Tehát a fizetési mérleg nem csupán a matematikai egyezőség hiánya miatt romlik, hanem reálgazdasági, technikai okokból is. Az azonban feltétlenül igaz, hogy egy nyitott gazdaságban *kettős finanszírozási korlát* jelentkezik. Ez különösen nagy probléma, ha az egyébként is külső eladósodással terhelt országnak mindenképpen teljesítenie kell az adósságszolgálatot, a folyó fizetési mérleg terhére a kamatszolgálatot. Az export-vezette gazdasági növekedés logikáján nyugvó gazdaságfilozófia úgy vélte, hogy a nem-adósság generáló nettó tökebeáramlásnak fizetési mérleg passzívumát meg kell haladnia, s akkor a dolog kezelhető. Erdős professzor helyesen mutatott rá, hogy ez sem jelent végleges megoldást, hiszen *a beáramló termelő tőke ki is akarja vinni a profitot* – ne áltassuk magunkat azzal, hogy a világ végéig itt fogja visszaforgatni! Felhívta a figyelmet a mozgékony és illékony portfólió-beruházásokra is. Kifejtette, hogy a vállalati szektor hiteligénye éppen a profitkivonás miatt megnő, s e hiteligény pénzteremtő hatását az államháztartás megtakarítói pozíciójával kell ellensúlyozni. Vagyis Erdős professzor érvelésével a fiskális megszorítások politikáját támasztotta alá.

S való igaz, hogy ha a kereskedelmi mérleg is passzív, akkor egy jelentősebb nagyságrendű osztalék-jövedelem kivonás nem lebecsülhető hatású a fizetési mérlegre. Hiszen mindkettőt – a folyó külkereskedelem (és kamatszolgálat) hiányát, s a profitrepatriálás fedezetét is – *újabb és újabb működő tőke importtal kell fedezni*. Éppen ezért, egyes vélemények szerint, (Antalóczy 2003) *nem célszerű ezekkel az áramlásokkal mint fizetésimérleg-kiegyensúlyozó tételekkel számolni*. Ráadásul, ha nem is nagymértékben, de megindult a magyar működőtőke-export is, ami ugyancsak növeli a teljes fizetési mérleg hiányát. Mert az ugyan igaz, hogy „Ez a műsor nem jött létre, ha Önök nem lettek volna!”, azaz a megtermelt jövedelem éppen a külföldi tőke-beáramlás segítségével keletkezett, de nagy kérdés, *milyen valutában?* Itt kell visszautalni arra, hogy *a bejövő tőke hozott-e vagy vitt inkább piacot*. Hiszen amennyiben alapvetően exportra termelő ágazatok, vállalatok jöttek létre, annyiban nincs nagy baj a fizetési mérleg hatással. De ha a súlyos tökehiányt azokon a területeken is külföldi tőkével történt privatizáció révén oldottuk meg, ahol a bevételek kizárólag forintban keletkeznek – és nem egy ilyen is van – nos, akkor érthetően nyomás nehezedik emiatt az árfolyamra is, a fizetési mérlegre is. Erről azonban később.

Most azt rögzítsük le, hogy a tartós, kiegyensúlyozott gazdasági növekedéshez feltétlenül szükség van a hazai megtakarítások emelkedésére (4. táblázat). A gazdaságpolitikának a hazai megtakarítások ösztönzését tehát fontos prioritásként kell kezelnie (Dedák 2003).

Ha az elmúlt tíz év pénzügyi adatait elemezzük, kissé leegyszerűsítve, arra a következtetésre juthatunk, hogy mind a reálkamatláb, mind a megtakarítási ráta átlagosan 3 százalék körül volt az elmúlt évtizedben (Csillik 2003).

Ismeretes, hogy 2000-re értük el az 1989-es GDP-szintet, az évtized első felének nagy visszaesése, majd az azt követő, gyorsuló növekedés eredményeként. A

megtakarított vagyon állománya viszont az elmúlt tíz évben 13 százalékról felment a GDP 43 százalékára (4. táblázat).

4. táblázat A háztartások nettó pénzügyi vagyona (1990-2000, milliárd Ft)

Időszak végén	Pénzügyi eszközök	Tartozások	Nettó pénzügyi vagyon
1990. december	691,0	412,9	278,1
1991. december	929,6	302,4	627,2
1992. december	1214,0	328,5	885,5
1993. december	1393,9	368,5	1025,4
1994. december	1753,6	406,5	1347,1
1995. december	1822,5	369,5	1822,5
1996. december	2775,8	340,5	2453,3
1997. december	3875,7	395,2	3480,5
1998. december	4768,2	414,3	4353,9
1999. december	5652,3	529,1	5123,2
2000. december	6561,2	730,3	5830,9
2001. december	7583,2	938,7	6644,5

Forrás: MNB (2000).

Sok ez vagy kevés? A fejlett országok egy részében a megtakarítások aránya messze meghaladja a GDP értékét. S ha abból indulunk ki, hogy az olyannyira fontos foglalkoztatási szereppel járó kis- és középvállalati fejlődésnek feltétele a hazai megtakarítások léte (a multicégek forráshoz jutása nem kérdéses, rendelkezésükre áll a teljes nemzetközi tőkepiac), akkor a megtakarítások képződése kulcsfontosságú.

Érdekes logikai összefüggés található a már idézett tőkekiáramlás és a kisvállalkozói szektor fejlődése között (Csillik 2003). Úgy fogalmazhatnánk meg a dilemmát: milyen eszközökkel érhető el, hogy a bejövő direkt tőkeberuházások *itt is maradjanak*, ne csapolják meg devizatartalékainkat? (Ne tegyék esetleg utcára gyárbezárással alkalmazottaikat.)

Az új intézményi közgazdasági iskola okfejtése szerint a termelő tőke költségeiből mintegy 50-50 százalékot tesznek ki az ún. transzformációs és tranzakciós költségek. Az előbbi nagyjából a termelési inputokat jelenti, az utóbbi például a változtatás költségeit.

A tőke kivándorlás legjobb ellenszere tehát az erős, tőkegazdag beszállítói réteg. Így ugyanis a globalizált világban (talán) *nem éri meg* a szabadon vándorló tőkének, hogy máshová tegye át székhelyét. A tranzakciós költségek többet tennének ki, mint a transzformációs nyereségek, azaz, egy multinacionális cégnek nem lenne érdemes egy FÁK-országába elmennie némi bérköltség-megtakarításért, ha hazánkba megtelepedve, jól képzett szakemberekkel és korszerű eszközökkel dolgozó, de ugyanakkor rugalmasan alkalmazkodó beszállítói vállalkozói körrel rendelkezik.

Ehhez természetesen megfelelő szellemi tőke iránti igény kell, hiszen a betanított munkásokat foglalkoztató cégek helyett egyértelműen könnyebben lehet keleti, távol-keleti termelőkre szert tenni, még a szállítási költségeket figyelembe véve is.

A közgazdász-társadalom széles szakértői köre az ezredforduló táján mindezeket átgondolva egy viszonylag mérsékeltebb növekedési dinamika mellett voksolt, az EU átlagos fejlettség utolérésének, legalábbis közelítésének – törekvéséről sarkallt kormányzattal szemben. Úgy vélték, egy szerényebb ütemű növekedés a külső forrásokat tekintve nagyobb zökkenő nélkül finanszírozható, s emellett a kamatlábnak nem kell „lemaradnia” a növekedési ütemtől, hiszen ez sérülékennyé tenné a magyar gazdaságot. Vannak azonban olyan független szakmai vélemények is, amelyek nem kötelező kormányzati optimizmusból mondják, hogy a növekedési ütemnek hazánkban jócskán meg kell(ene) haladnia az EU-ét. (Szerencsére, ez eddig meg is valósult, bár maga az ütem nem túlságosan magas – mivel az euró-zóna, sajnos, csúszik bele a recesszióba.) Teszik ezt nemcsak azon evidencia alapján, hogy az utoléréshez vagy legalább is közelítéshez ez elengedhetetlenül szükséges, hanem azért, mert világosan látják: csak egy magasabb növekedési ütem esetén áll fenn *a magyar fogyasztói árszerkezetnek* az európaihoz való viszonylag gyors igazodása. Márpedig a várható költség oldali hatások olyan erősek lesznek, hogy az a fogyasztói árak emelését is szükségessé teszi. Erre pedig csak akkor lesz lehetőség, ha a keresleti oldal is megteremtődik hozzá, a gyorsabb növekedés által lehetővé tett bér-emelkedésekkel. (Amelyek a kompetitív szférában várhatólag növekvő termelékenységgel párosulnak.) Csak ekkor lesz ugyanis lehetséges az euróhoz való viszonylag korai csatlakozásunk (Tarafás 2001).

A gyakorlat sajnos „megoldotta” az elméleti aggályokat. Amiről a közgazdászok az ezredfordulón még csak vitatkoztak, ténnyé változott. A külgazdasági körülmények radikális változása, a fő külpiacaink jelentős beszűkülése mindenképpen *lefékezte* az amúgy is az eredeti – 1998-as – elképzelésektől elmaradó növekedési ütemet. Ez azonban az összefüggések érvényességén mit sem változtat. Az utoléréshez gyorsabban ellene, de a piacok szűkülésével, és a belső keresletnövekedés fizetési mérleg hatásait is számolva, sokkal gyorsabban nemigen lehet növekedni, mint azt az EU-régió maga teszi. Talán csak azt felejtí el a szakmai közvélemény ehhez hozzátenni, hogy mi is a rendkívül beszűkült mozgásterünk kiváltó oka. Pedig ez a neuralgikus pont, amit a laikus közvélemény végképp nem méltányol. Ez pedig a rendszerváltás előtti időből örökölt külső adósságok nagysága. A megörökölt külső adósságokat az a néhai tervgazdasági rendszer kreálta, amely a külső sokkokhoz elmulasztott alkalmazásával az induló adósságok keletkezését lehetővé tette. Ugyanekkorra felvett hitelállomány – amely nem a külső hatások semlegesítését, hanem az ahhoz való igazodást, reagálást *szolgáltatta volna* –, akár önmagát megszüntető jellegű is *lehetett volna*. Ez esetben nem kényszerült volna a privatizáció során pénztörkévé „átalakított” reáltörkévé az állam nyomban kiáramoltatni az országból, hanem az a hazai átalakulás más forgatókönyveit is lehetővé tevő, *finanszírozható ütemű fejlődési scenáriókat is lehetővé tehetett volna*. Olyanokat, amelyek nem jártak volna feltét-

*lenül a magyar vállalkozói vagyoni felének (Pitti 2002) külföldi kézre juttatásával. Ez ui. messze túl megy a feltétlenül szükséges külföldi tőkebevonáson, s hatása rendkívül sebezhetővé teszi a magyar devizapolitikát.* Csakhogy ez a sok „volna” már senkit nem érdekel, legalább is a napi politika szintjén. Mégis fontos lerögzíteni mint gazdaságtörténeti tény. Ez volt az a faktor, amely az egyébként sikeres magyar gazdasági reformpolitika eredményeit lenullázta, ami miatt nem tudtunk a rendszerváltás után sokkal jobb eredményeket elérni, mint a későbbi reformokat bevezető gazdaságok.

### 3. Infláció és árfolyam-politika

A gazdasági növekedés üteme, a felzárkózás az európai uniós követelményekhez izgalmas kérdéseket vetett fel az infláció és az árfolyampolitika – már eddig is sokat emlegetett – vonatkozásában is. A rendszerváltást megelőző időszakban, 1981-82-ben a legfontosabb feladat a fizetőképesség megőrzése volt, majd a devizataralékok és a folyó fizetési mérleg jelentősebb korlátozása nélküli menedzselése jelentette az operatív leckét. Az 1991-92-es helyzet még mindig ennek jegyében telt, de 1993-ban benyújtottuk OECD-tagfelvételi kérelmünket hiszen deklarált politikánk volt, hogy az EU-hoz kívánunk csatlakozni. Az EU tagjai csak azon országok lehetnek, amelyek az OECD tagjai már. Az OECD pedig megköveteli a *tőkemozgási tételek szabaddá tételét is*. Ez a devizaliberalizálási követelménynek való megfelelés feladatát tűzte eléünk. A devizatörvény 1995-ös elfogadásával, majd folyamatos módosításával 1996-99 között ennek eleget is tettünk.

Az OECD-tagság az EU „előszobája”, de oda belépve a maastrichti követelményekkel találjuk szemben magunkat. S bár igaz, hogy a csatlakozást megelőzően még nem kötelező ezeknek megfelelni, de a tárgyalások sikerét a korai igazodás – úgy vélték – előmozdíthatja.

Ha a költségvetési deficitet nézzük – melynek mérési problémákról már volt szó – a helyzet nem reménytelen. Az inflációs hatásoktól megtisztított, ún. operatív deficit kedvezőbb, mint a nominális hiány. *Igaz, hogy az összes kötelezettségvállalást is magába foglaló számítás szerint jócskán fölülte vagyunk az EU normáknak!* Az államadósság/GDP mutatónk úgyszintén a megkövetelt érték körül található. A valutáris stabilitást a csúszó leértékelés ütemének minimálisra csökkenése, majd megszüntetése garantálja. A legnagyobb problémát azonban mindmáig az *infláció* jelenti, miközben az infláció elválaszthatatlan az *árfolyamrendszer* kérdésétől.

A jegybank alapvető feladata az árstabilitás fenntartása, illetve elérése. Árstabilitásnak az Európai Központi Bank által célként kitűzött 0-2 százalékos inflációt tekinthetjük (Szapáry 2000). Olyan árfolyam-politikát kellett és kell tehát folytatni, amely e célt a lehető legjobban megvalósítja.

Alapvetően háromfajta monetáris politika választható: az inflációs célkitűzések rendszere, a monetáris aggregátumokat megcélzó rendszer és az árfolyam vagy árfolyampálya rögzítése (MNB 2002).

Az inflációs célkitűzések rendszerében a jegybank több változó – köztük az árfolyamok – alapján hozza meg döntését a kamatszintről. Itt az árfolyam lebeg, szabadon vagy némiképp befolyásolva („piszkos lebegés”) Ez a módszer komoly ökonometriai modellezést kíván. Valóban hatékonyan csak olyan országokban alkalmazható, ahol a gazdasági folyamatokat jól leíró hosszú idősorok állnak fenn. Ez biztosan nem állt a XX. század utolsó évtizedében a mi gazdaságunkra.

A monetáris aggregátumok figyelése is számos fejlett ország – például az NSZK – által követett gyakorlat volt, de a pénzügyi innovációk megjelenése alaposan megingatta a módszer alkalmazhatóságát. A magyar pénzügyi kormányzat, az MNB a harmadik módszert választotta a kétszintű bankrendszer létrehozása után: a nominális árfolyamhorgonyt. Ezt kezdetben valutakosárhoz kötötte, majd szűkítette a kosárban szereplő valutákat, végül a külkereskedelmi forgalmunk döntő hányadát kitevő EU-régió közös valutáját: az eurót használta rögzítésre. A monetáris politika kezdetben a stabil, de kiigazítható árfolyamok rendszerét követte – ami a spekulációnak a felhalmozódó feszültségek alapján meglehetősen kedvezett. Így az 1995-ös nagy leértékelést követően – amely egyszerre, sokszerűen rendezte a korábbi „le-maradásokat” – bevezette a csúszó leértékelés gyakorlatát. Az ideológia az volt, hogy ily módon a kiszámíthatóság nő, a spekulációs lehetőségek szűkülnek. Árfolyamcél meghatározása gyakorlatilag fix vagy ahhoz hasonló árfolyamrendszert jelent. Az árfolyamcél meghatározásakor a kis országok „hozzákötik” magukat egy nagyobb, stabil gazdaság valutájához, s ily módon „importálják” a viszonylag alacsony inflációt. Ha azonban a két országot alapvetően eltérő hatások érik, akkor a monetáris politikák harmonizálása igen nehéz feladat. Magyarország esetében az inflációt gerjesztő hatások a döntés a csúszó leértékelés mellett szóltak. A nemzetközi versenyképesség megőrzése ugyanis leértékelést követelt. Már a tanulmány elején utaltunk rá, hogy a rendszerváltozás utáni időszak „transzformációs veszteségeit” mindenképpen szét kellett teríteni a gazdaságra. Ez óhatatlanul infláció formájában ment végbe. Az árfolyam inflációs fékként használása végső soron az export versenyképesség rovására ment az első választási ciklusban, s így is, úgy is időről időre kikényszerítődött a valuta leértékelése. Hogy miért nem nyomban került sor nagyobb arányú leértékelésre? Látni kell, hogy egy masszív reál-leértékelés – rögtön a rendszerváltás után – még tovább fűtötte volna az amúgy is magas inflációt, s korántsem biztos, hogy komplex ösztönző hatással járt volna. Az összeomló, gyakorlatilag tulajdonos nélküli termelő vállalatok a megvalósítottnál sokkal szélesebb körű exportra aligha lettek volna képesek. Amit lehetett, azt így is igen gyorsan „átirányították” a fizetőképes nyugati piacok felé. Kereskedelmi mérlegünk javult is, bár – legyünk őszinték – ennek fő oka inkább a gazdasági visszaesés által csökkenő import elmaradása volt. Ahhoz, hogy masszív exportoffenzíva kibontakozhasson, stratégiai elképzelésekkel bíró, technikai fejlesztést megvalósító tulajdonosokra lett vol-

na szükség. A gazdasági visszaesés fő oka strukturális jellegű volt, a gyártott termékszerkezet korábbi partnerek igényeihez való igazodása. Ezen – rövid távon – nem tudott volna érdemben változtatni a valuta alulértékeltisége. Ami nem kell, az még olcsón sem kell (különösen, ha termelési eszközről van szó). Így a fizetési mérleg alakulása viszonylag kisebb mértékben függött az árfolyam-politikától, mint tanácskönyvszerűen feltételezhető lett volna.

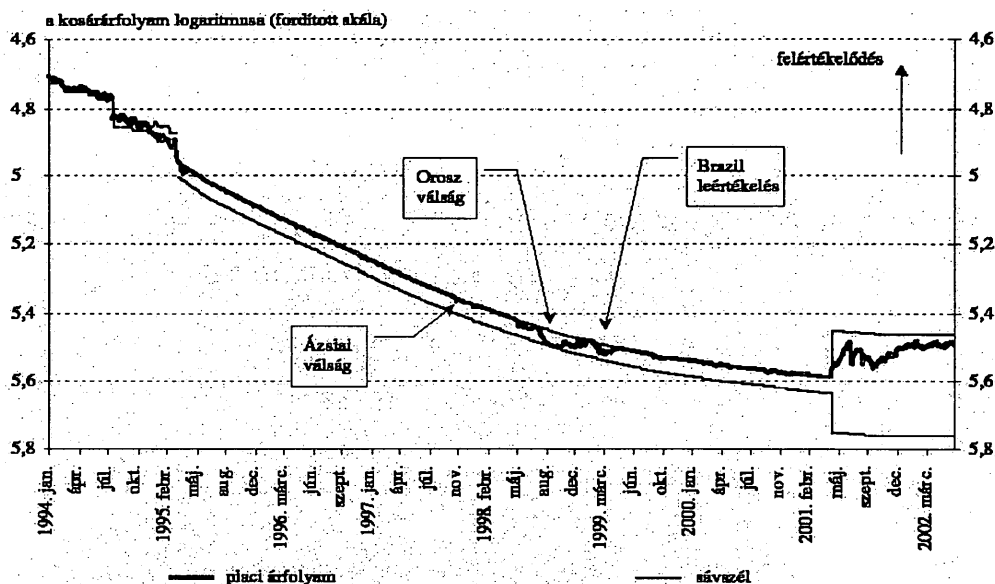
Az 1995 után bevezetett csúszó leértékelés rendszere a *kiszámíthatóságra* tette a hangsúlyt. Miért? Egy olyan országban, ahol az államadósság nagy, s a hazai pénzben denominált adósság jelentős részben külföldiek kezén van, fontos szempont, hogy a kifizetett *kamatköltség* kicsi legyen. Az alacsony kamat azonban nem éppen antiinflációs hatású. Hogyan lehetséges a kettős célt: az alacsony kamatszintet és az inflációs ráta mérséklődését, azaz dezinflációs hatást elérni? Csodák nincsenek. A reálhatások általi áremelkedéseket, mint például az olajárrobbanás, nem lehet eltüntetni, miközben az is vitathatatlan, hogy az inflációnak igen jelentős részét képezik a várakozások.

Ha a piacot meg lehet győzni a követett gazdasági és pénzügyi politika hitelességéről, akkor a gazdaságpolitikai igazodás költségei alacsonyabbakká válhatnak. Elérhető, hogy a befektetők viszonylag kisebb kamat mellett is finanszírozzák a gazdaság növekedését (Simon 2003).

A hitelesség fontos eleme volt a forint meghirdetett leértékelésének tartása, akkor is, ha számolni kellett a spekulatív tőke ki- vagy beáramlásával (Vincze 2003).

Az elmúlt évtizedben, mindkét irányú kilengés kivédésére volt példa (4. ábra). Izgalmas volt az orosz válság időszaka, amikor is jelentős tőke áramlott ki az országból. Nem azért, mert hiteltelenné váltunk, nem azért, mert gazdasági mutatóink romlottak, ellenkezőleg. Egyszerűen azért, mert innen könnyű volt kivinni a tőkét, a piac likvid volt, az értékpapírok jó minőségűek, jól eladhatók voltak, s az MNB a hitelt érdemlőség érdekében beavatkozott, tartotta az előre meghirdetett átváltási arányokat. Meg is csappant a jegybank devizakészlete. A másik irányú intervenciót – és ez volt a gyakoribb – az váltotta ki, hogy nálunk is – mint egyébként a kelet-közép-európai országokban általában – az átmenet időszakában *intenzív volt a tőkebeáramlás*. Ennek hatását különböző *sterilizációs eszközökkel* semlegesítették a jegybankok, így az MNB is. Mivel az árfolyamot használták ún. monetáris horgonyként, a beáramló tőke hazai pénz teremtését váltotta ki. Ez a pénzbőség fokozta volna az inflációs nyomást, így a jegybank eszközöket teremtett, amelyekbe a kereskedelmi bankok felesleges likviditásukat el tudták helyezni: betétet fogadott, MNB-kötvényt ajánlott vételre. Ez utóbbi azt a célt szolgálta, hogy esetleges külső sokkok esetén gátolja a jegybanki devizatartalékok gyors leépülését. A sterilizáció eszköze volt a *tartalékráta-emelés* is, mely az alacsony kamatozás miatt egyfajta pótdótot is jelentett a bankrendszer számára. (2000-től kezdve azonban az EU-hoz való közelítés jegyében a tartalékráta mértékét fokozatosan csökkentették.)

4. ábra A magyar forint árfolyama (1994. január – 2002. június)



Forrás: MNB (2002, 55. o.).

Vannak vélemények, amelyek *hibának* tartják a rendszerváltás utáni évtized második felében követett gyakorlatot, amennyiben az csak *akkor avatkozott bele a folyamatokba, ha az árfolyam kilengések a sávszéleket elérték* (Tarafás 2001).

Ez ugyanis kockázatmentessé tette a spekulációt, „ajándék” volt a spekulánsoknak. Ösztönzőleg hatott a könnyű pénzt keresőknek, hogy a jegybanknak be kellett avatkoznia. Ez ún. az egyirányú esély esete. Egy korlátozott árfolyamkockázatot célszerű lett volna megteremteni, hogy az valamelyest visszafogja a fölösleges pénztőke-beáramlást. Így se zárható ki a sterilizáció szükségessége, csak mérsékelhető. A révészt azonban mindenképpen fizeti valaki.

1999-2000-ben nem csökkent a korábbiak szerint az árnövekedés üteme. Az infláció „beragadt”. Szerepe volt ebben a külső tényezőknek, így a harmadik olajárhullám begyűrűzésének, ami az előre meghirdetett és egyre csak leértékelődő forint mellett az árszintet megnyomta. (Bár igyekezett a jegybank e hatást mérsékelni a meghirdetett leértékelés mértékének csökkentésével.) A jegybank hatékonyabb dezinflációs eszközöket keresett, s ezt abban vélte megtalálni, hogy 2001. májusában a korábbi szűk lebegési sávot  $\pm 15$  százalékra emelte. Ez csaknem lebegő árfolyamot jelentett. Mivel a közbülső célként a monetáris aggregátumok meghatározása nem jöhetett szóba, a jegybank áttért az inflációs előrejelzések rendszerére. Riecke Werner az inflációs célkövetés új rendszeréről a következő leírást adja (Riecke 2003, 73. o.):



„Az új jegybanktörvény egyértelműen az árstabilitás elérését és fenntartását rendeli az MNB elsődleges céljául, s kimondja, hogy a gazdaságpolitika egyéb céljait a jegybank csak az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül támogathatja. Az új jegybanktörvény az elsődleges cél egyértelmű rögzítésével, a jegybanki alapfeladatok tételes felsorolásával, az ezek ellátásában biztosított függetlenség rögzítésével vált az uniós jogi normáknak szinte teljes mértékben megfelelővé. De ezen túllépve, a törvény szabta új intézményi keretek arra is lehetőséget adnak, hogy a monetáris politika vitelében az átláthatóság szempontja a korábbinál lényegesen jobban érvényesüljön. A törvény szerint a Monetáris Tanács átalakult Jegybanktanács havonta kétszer ülésezik. Így az MNB legfőbb döntéshozó testülete valóban az operatív (jellegzetesen kamat-) döntések megvitatásának és meghozatalának színterévé vált. És bár az ülések jegyzőkönyvének és a tagok egyéni szavazatának nyilvánosságra hozataláról még nincs szó, annyit azért el lehet mondani, hogy az eddigi gyakorlatban tartalmas viták után – és nem mindig egyhangúlag – születtek a döntések. A nyilvánosságot minden ülés után közleményben tájékoztatja a tanács.

Az árfolyam ingadozási sávjának szélesítése után egyfelől megnőtt a monetáris politika mozgáster, másfelől a lényegesen szabadabb mozgású árfolyam már nem lehet a monetáris politika közbülső célváltozója. Ilyen körülmények között, más országok tapasztalatainak figyelembevételével, gyakorlatilag a közvetlen inflációs célkövetés rendszerének mint a monetáris politika új rezsimje meghirdetésének nem volt alternatívája. A közvetlen inflációs célkövetés rendszerének alapelemei: az elérendő inflációs cél legalább másfél évre előre történő meghirdetése, az infláció alakulására vonatkozó előrejelzések és piaci várakozások rendszeres összevetése a nyilvánított céllal, valamint a monetáris politikai lépéseknek (szigorításnak vagy lazításnak) az előrejelzés és a cél közötti eltérés alapján történő megtétele. A szigorítás vagy lazítás alapvetően a jegybank által jegyzett rövid lejáratú kamatok változtatása révén valósul meg, ezek a kamatok befolyásolhatják – a transzmissziós mechanizmusról szerzett mai tudásunk szerint – elsősorban az árfolyam sávon belüli alakulását, s ezen keresztül a belföldi árképzést, továbbá – a magyar gazdaság még mindig alacsony monetizáltsága okán csak kisebb mértékben – a hitelcsatornán keresztül a belföldi keresletet.

Bár a monetáris politika lépéseit elsősorban az árfolyam közvetíti, az MNB eddig tartózkodott attól, hogy sávon belül az árfolyam alakulását közvetlen devizapiaci intervencióval is befolyásolja. Több szomszédos ország gyakorlati tapasztalatai azt mutatják, hogy a közvetlen devizapiaci intervenció értelme a monetáris politika szempontjából megkérdőjelezhető (ha az árfolyam gyengítése a cél), és sikeressége is kétséges (mert a jegybanki intervenció általában gyengének bizonyul a piaci várakozások alakította árfolyam-alakulás elleni küzdelemben)."

A monetáris tanács a deklarált inflációs célértékeket felméréseken alapuló modellszámításokra támaszkodva hozta meg, de a végső értékekben jelentős volt a szubjektív elemek aránya is (MNB 2002). Ha a becslések jelentősebb inflációváltást jeleznek, az MNB a „hüvelykujj-szabály” szerinti kamatváltozással, növeléssel,

vagy csökkentéssel reagál – deklarálta a bank. A banki szakemberek tisztában voltak azzal, hogy finomhangolásra nem lesznek képesek, hiszen a kamatpolitika inflációs „ellenhatásait” csak hosszabb időszak alatt képes kifejtetni.

Mivel a magyar kamatszint – az infláció miatt – lényegesen magasabb volt, mint a környezeté, ez jelentős tökebeáramlást eredményezett. A forint felértékelődött, ami kellemesen csökkentette az importált infláció hatását az árszintre. *A jegybank hagyta ezért hogy az új rezsim bevezetése után az árfolyam felértékelődjék, s a forint a felső sávhatárhoz ragadjon. Ez egyrészt az exportőrök elégedetlenségét váltotta ki, másrészt spekulációs nyomás kialakulásához vezetett.* A jelentős spekulációs valuta-beáramlás óriási összegű deviza felvásárlására készítette a jegybankot, amely a felső sávhatárt tartani kívánta. Lehűtötte volna a spekulátorok kedvét, ha a kamatszintet a jegybank a nyomás kezdetekor már csökkenti, de ezt az eszközt nem vetette kellő időben be. Miért? Azért-e, hogy a spekulánsok „megégyessék magukat”? Vagy azért, mert a monetáris politika enyhítése ilyen módon ellene mondana az inflációs célkitűzésnek, akkor, amikor a költségvetés amúgy is jelentősen túlköltekezik? Nem kívánja ezt „akkomodálni”, hogy jegybanki műszozt használjunk? Mindenesetre a spekulátorok kettőt tehetnek: vagy nagy veszteségek árán kimennek, s a Jegybank keres az ügyön, vagy hosszabb távú befektetésekbe helyezik pénzüket. (Ha van ilyen kínálat.) Ez utóbbi esetben – ha van „tüdő” kívánni – nagyobb veszteség nélkül kijöhetnek az akcióból.

Természetesen a jegybank nem profit-orientált szervezet, s hogy egy akción nyer-e, nem ügödöntő. Sokkal fontosabb, hogy mi lehet lépéseinek hatása a gazdaság egészére. Vajon megteheti-e, hogy az inflációs célt mindenek elé helyezze, s vajon ténylegesen azt teszi-e a kamatváltoztatások halogatásával, ha spekulációs támadás jelentkezik? Vajon helyesen vélték-e a felmérések elemzői, hogy a gazdasági versenyszférában nem kell béremelési nyomással számolni (mikor számos közszolgálati területen látványos emelések történtek)? Vajon az EU-hoz való csatlakozásnál mekkora szerepe lesz annak, hogy akkor éppen milyen a forint értékszintje? Fontos-e, hogy minél előbb az euro-övezet tagjai legyünk – ha már belépünk? Mert akkor valóban igen nagy jelentősége van annak, hogy a monetáris politika ne járuljon hozzá lazítással az infláció felerősödéséhez. Márpedig, ha a hitel tartósan olcsóbb, bizonyos időtávon belül ez keresletnövekedést jelenthet. A költségvetés – megint csak idő kérdése, mikor válik érzékelhetővé – alacsonyabb kamatokkal finanszírozhatja magát. De vajon lehet-e ez tartós, ha a kamatok az infláció alá mennek?

Nem kétséges: a fiskális és monetáris politika sokkal nagyobb összhangjára volna szükség a harmonikus meneteléshez. Aligha vitatható, hogy a választási év ígéreteinek teljesítése is megbillentette a költségvetési egyensúlyt, s ennek is szerepe van a helyzet kiegyezésében.

A jegybank törekvése, hogy az uniós csatlakozást követő leghamarabb kövesse az euróra való áttérés. Ezzel megszűnne az önálló forintvaluta, az ellene való spekulációs lehetőség, de a kormányzati szándékokat elősegítő árfolyampolitika alkalmazása is. A jegybank valamivel többre becsüli e lépés várható számszerűsíthető

hasznait, mint kockázatait, illetve terheit. Mások ezzel szemben már 2001-ben szinte biztosak voltak abban, hogy a „jó öreg forint még hosszú ideig megmarad nekünk, és nem váltja le a fiatal euró” (Tarafás 2001). Ezt arra alapozták, hogy a magyar fogyasztói árszerkezet igazodása *elkerülhetetlenül hosszabb folyamat lesz*, s még ez is csak nagyon fegyelmezett monetáris és fiskális politika mellett valósulhat meg. (Hát ezzel pedig most éppen nem büszkélkedhetünk.) Itt meg kell fontolnunk, hogy a kiigazodás annál gyorsabban mehetne végbe, minél gyorsabb lenne a hazai gazdaság növekedése. Ami viszont szemmel láthatóan nemhogy gyorsulna, inkább lassult ütemében. Bár még mindig meghaladja az EU átlagát, de jócskán elmarad a korábban tervezett mértékektől. Így jogos az aggodalom az inflációs kritériumok teljesíthetőségét illetően. Nem csoda, hogy egyik jeles közgazdászunk úgy vélekedik, megvárja azt a világ, amíg az euróra valóban érettek leszünk (Kornai 2003).

A várakozás közben talán magunk is teszünk egy-két lépést az összehangoltabb pénzügypolitika irányában.

#### 4. Összegzés

A rendszerváltást követő pénzügypolitika folytonos volt annyiban, hogy a megöröklött devizaadósság-állomány restriktív politika folytatását kényszerítette rá a mindenkori kormányzatokra. Mivel a politika egyetlen időszakban sem adta fel az EU-csatlakozás határozott szándékát, ez egy sor területen kényszerpályára helyezte a monetáris és fiskális politikát. Az EU tagság OECD tagságot követelt meg, az pedig a tőkemozgások szabaddá tételét. A devizakorlátozások megszüntetése rendkívüli mértékben megnövelheti a pénztőke áramlásának volatilitását, jelentős intervenciókra és sterilizációs költségek felvállalására kényszerítheti a gazdaságot. A lecsökkentett külföldi állam-adósságállomány – amelynek ára a privatizációs bevételek elvesztése volt – valamelyest enyhítette a devizahelyzet determinációját. Csakhogy a magánszféra intenzív külföldi hitelfelvétele „visszacsempészte” a forint devizára terhelődő nyomást. Nem enyhülhet továbbá egy szemernyi sem a magyar monetáris és fiskális politika fegyelmezett szigora, mivel a külső államadósság helyett megjelent a számottevő belső valutában fennálló államadósság. Az államadósság mértéke ugyan nem tragikus EU-s összehasonlításban, de éppen elég ahhoz, hogy az adósságszolgálat kamattételeinek fizetési kényszere meghatározó jelentőségű legyen. Semmilyen kormányzat vagy pénzügyi politika nem mondhat le arról, hogy minden eszközzel ösztönözze a fizetendő kamatok szintjének csökkentését, hiszen ez a kiadási oldalról abszolút beszűkíti a kormányzatok játéktérét, aktív elsődleges egyenleget kényszerít ki a költségvetésben, esetleg további privatizációkra ösztönöz, melyek elkerülhetőek lennének, ha a finanszírozási kényszer nem jelentkezne.

A kamatcsökkentés azonban elvileg nem mehet a hazai megtakarítások rovására, a pozitív reálkamatot biztosítani kellene. Ez meg – az adott inflációs rátákat figyelembe véve – továbbra is a külföldi kamatszinteknél magasabb kellene, hogy le-

gyen, s így folyamatos nyomás alatt marad majd a külföldi spekulatív tőkebeáramlás révén a forint. Ami megint csak az intervencióhoz, sterilizációs költségek felvállalásához vezet. Utóbbit pedig ki más fizeti meg közvetetten, végső soron, mint az adófizető állampolgár. Vagy rákényszerít – az antiinflációs célokkal ellenkezve – a kamatszint csökkentésére, gyengülésére (gyengítésére), mint ezt a 2003. januári nagymértékű spekuláció tette. Ennek következményei is az állampolgárookra hárulnak majd, ha másként nem, hát az infláció leszorításának elhúzódásában. A leértékelt forint az exportörök számára jó hír. Az azonban bizonyos, hogy a közösséghez való csatlakozás során ezáltal rögződik a magyar munka alacsony értéke – leértékelődése – is.

Az infláció leszorításának egyébként az se kedvez, hogy a radikális *bérvisszafogás útját* – még ha idén korlátozások szükségszerűen lesznek is – tartósan nem járhatjuk. Több okból sem. Egyrészt az EU-s felzárkózás, de sokkal inkább a *saját belső piacunk* keresletoldali ösztönzése szempontjából. Az export-vezérelte gazdaságpolitika terén a liberális tőkemozgások korszakában az ún. direkt tőkeáramlások szabadsága és érdek-motivációi miatt semmiképpen sem vagyunk képesek versenyezni az ázsiai, távol-keleti, de még a tőlünk csak kevésbé keletre eső gazdaságok alacsony bértételeivel sem. Ha nem lesz olyan jól képzett és jól fizetett hazai munkaerő-állományunk, amely legalább a saját belső piaci szükségleteinkre képes a nyugati bér-ár szintnél valamivel olcsóbban, de világszínvonalú minőséget gyártani, akkor menthetetlenül a gazdasági leépülés perspektívája vár ránk. Beszorulunk a technikailag fejlett nyugat és a bizonyos területeken technikailag ugyancsak fejlett, de emellett nálunk olcsóbban termelő kelet közé. Csak mint fogyasztó-piac leszünk érdekesekek, de roppant kétséges, hogy miből termelődik meg e fogyasztási célt szolgáló jövedelem?

Ezért a pénzügypolitikának és a gazdaságpolitikának nagy harmóniában kell szolgálnia a társadalompolitikai célokat. Ennek megvalósítása a legnagyobb kihívás az ezredforduló szakmai és politikai erői számára.

### *Felhasznált irodalom*

- Antalóczy K. 2003: Működőtőke-befektetések és befektetés-ösztönzés Magyarországon. In Botos K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2003. JATEPress, Szeged, 34-46. o.
- Antalóczy K. – Sass M. 2000: Zöldmezős működőtőke-befektetések Magyarországon: Statisztikai becslés, vállalati motivációk, gazdasági hatások. *Külvgazdaság*, 10, 4-19. o.
- Botos J. 2001: *Nemzetközi versenyképesség*. PHD értekezés, SZTE Gazdaságtudományi Kar, Szeged.

- Botos K. 1989: Foreign economic relations: Hungary and international capital markets. In Clarke R. (szerk.): *Hungary: The second decade of economic reform*. Longman, Harlow, 46-58. o.
- Csillik P. 2003: Pénzpolitika, megtakarítás és közösségi döntések. In Botos K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2003. JATEPress, Szeged, 58-73. o.
- Dedák I. 2003: A gazdasági felzárkózás néhány növekedésméleti tanulsága. In Botos K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2003. JATEPress, Szeged, 47-57. o.
- Kornai J. 2003: A fő cél: a tartós növekedés. *Népszabadság*, január 25.
- Erdős T. 2000: A fenntartható gazdasági növekedés néhány elméleti és gyakorlati problémája. *Külgazdaság*, 7-8, 4-14. o.
- KSH 2001: *Magyar statisztikai évkönyv*. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- KSH 1999: *Magyar statisztikai évkönyv*. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- MNB 2002: *Monetáris politika Magyarországon*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- MNB 2000: *Éves jelentés*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- Oblath G. 1998: Innen könnyű volt kivinni a tőkét. (Oblath Gábor közgazdással Mink András és Neményi László beszélget). *Beszélő*, 11, 8-16. o.
- Pitti Z. 2002: A hazai gazdaság teljesítményének tulajdonos-függő jellemzői 1996-2000. Az offshore típusú vállalkozások a nemzetközi gyakorlatban és a hazai gazdasági környezetben. *Európai Tükör Műhelytanulmányok*, 84. Integrációs Stratégiai Munkacsoport, Budapest.
- P.Kiss G. 2003: Fiskális transzparencia – jelzőszámok nélkül? In Botos K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2003. JATEPress, Szeged, 96-109. o.
- Riecke W. 2003: Az inflációs célkövetés rendszere – néhány tanulság. In Halm T. (szerk.): *Modernizáció és jólét*. Magyar Közgazdasági Társaság és Zöld Újság Rt., Budapest, 73-76. o.
- Simon A. 2003: Gazdaságpolitikák haszna és költségei. In Botos K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2003. JATEPress, Szeged, 125-141. o.
- Szapáry Gy. 2000: Az árfolyamrendszer kiválasztása az átmenet országaiban az EMU csatlakozás előtt. *Közgazdasági Szemle*, 12, 951-961. o.
- Tarafás I. 2001: A kamat, az árfolyam és a forint hátralévő évei. *Közgazdasági Szemle*, 6, 480-497. o.
- Vincze J. 2003: Infláció és árfolyamok, avagy infláció és árfolyampolitika? In Botos K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2003. JATEPress, Szeged, 110-124. o.

## Működőtőke-befektetések és befektetés-ösztönzés Magyarországon

Antalóczy Katalin<sup>1</sup>

*Az átalakulási folyamat során Magyarország az egy főre jutó működőtőke-befektetés tekintetében Közép- és Kelet-Európában kiemelkedő szerephez jutott. A privatizáció lezárulása után, a kilencvenes évek utolsó harmadában a hazai működőtőke-áramlás új szakaszába lépett, mely szakaszt a két milliárd dollár körüli értéken stagnáló beáramlás, a tulajdonosi hitelek megnövekvő szerepe, a jelentős mértékű profitrepatriálás, valamint a lassan bővülő tőkeexport jellemzi.*

*Tanulmányunkban áttekintjük a befektetés-ösztönzés jelenleg működő hazai rendszerét, összehasonlítva az Európai Unióban alkalmazott eszköztárral. Ezt követően megvizsgáljuk a különböző motivációjú befektetői csoportok elhatárolásának, majd célzott elérésének lehetőségeit. A tanulmány legfontosabb következtetése szerint Magyarország jelenlegi adottságai, a kívánatos fejlődési pálya azt kívánja, hogy elsősorban exportorientált, hálózatokat építő, a hazai kapcsolatokat előtérbe helyező, növekvő hozzáadott-értéket termelő befektetők érkezzenek hazánkba.*

**Kulcsszavak:** működőtőke-befektetés, befektetés-ösztönzés, piacorientált és exportorientált befektetők, befektetési mátrix

### 1. Új szakaszban a magyarországi működőtőke-áramlás

1999 végéig összességében (tárgyi apporttal és tulajdonosi hitelekkel együtt, de az újrabefektetett profit nélkül) 19 276 millió dollár *működőtőke* áramlott Magyarországra. Ez az érték önmagában is kiemelkedőnek számít Közép- és Kelet-Európában (csak Lengyelországban fektettek be ennél többet), egy főre vetítve pedig egyértelműen a legmagasabb. Az eddig befektetett működőtőkének hozzávetőleg a 60 százaléka 1995 és 1998 között érkezett hazánkba. A befektetések jelentős hányada 1997-ig a privatizációhoz kapcsolódott, majd 1998-99-ben a magánosítás fokozatosan lecsengett. Ennek ellenére ezekben az években is 2 milliárd dollár körüli FDI érkezett Magyarországra egyre inkább zöldmezős beruházások, illetve pótlólagos befektetések keretében (1. táblázat).

---

<sup>1</sup> Dr. Antalóczy Katalin, kandidátus, tudományos főmunkatárs, Pénzügykutató Rt. (Budapest)

Az elmúlt négy évben jelentősen átalakult a befektetések belső szerkezete. 1996-tól – vámkötelessé tétele miatt – minimálisra csökkent az apport. A nagyberuházók helyette igénybe vették a vámszabad területi befektetés lehetőségét, ezzel nem csak az apport, de a folyó behozatal vám- és ÁFA-terheit, az árfolyamkockázatot is kiküszöbölve. Ugyancsak 1996-tól jelentőssé vált a befektetéseken belül a tulajdonosi hitelek aránya. A jelenség egyfelől arra utalt, hogy a kilencvenes évek első felében privatizációs átvétellel külföldi kézbe került, illetve zöldmezősen létrehozott vállalkozások fejlesztésekbe kezdtek. Másfelől a jelek szerint e fejlesztéseket növekvő mértékben az anyavállalattól kapott kölcsönök finanszírozásával valósították meg. A *tulajdonosi hitel* általános és a világgazdaságban is növekvő jelentőségű eszköz a multinacionális cégek körében. Az anyacég ezen a módon juttatja – kedvező kondíciójú – forráshoz leányvállalatát, vagy a hálózaton belül keletkezett profit, vagy a központ által felvett hitel újraosztására alapozva. Mikrogazdasági szempontból a tulajdonosi hitel kedvező fejlesztési eszköznek tekinthető, amely hosszabb távon a makrogazdasági eredményeket is javítja (pótlólagos export, csökkenő import), s a vállalat kitermeli a visszafizetés forrásait is. Ugyanakkor nem tekinthető nem adóssággeneráló, Magyarország folyómérleg-deficitjét finanszírozó eszköznek. A tulajdonosi hiteleket vissza kell fizetni, s ez látszott is az 1999-es évközi statisztikai adatokból: az év első 11 hónapjában a törlesztés meghaladta az újonnan nyújtott hitelek összegét, így a tulajdonosi hitelek egyenlege negatív volt. A működőtőke-befektetések 1997-ig terjedő időszakában a *profitrepatriálás* csekély volt. 1998-ban azonban a profitkivonás az előző évhez képest több mint a kétszeresére nőtt, és megközelítette az 1 milliárd dollárt. A jelentős növekedésnek részben egyszeri oka volt (a multinacionális vállalatok egy részénél az ázsiai válság okozta veszteség), részben azonban már tartós tendenciák kezdetét is jelezte. Ezt mutatják az 1999-es folyamatok is, amikor a profitrepatriálás alig elmaradva az 1998-as értéktől 883 millió dollárt tett ki. Jelentősen növekedett a fizetési mérlegben az egyéb szolgáltatás soron – általában menedzserdíj formájában – megjelenő rejtett profitrepatriálás értéke is.

1. táblázat A működőtőke-áramlások alakulása (1995-1999, millió USD)

Megnevezés	1995	1996	1997	1998	1999
A bankszektoron keresztül készpénzben beérkezett működőtőke tulajdonosi hitelek nélkül	4453	1845	1811	1410	1675
Tulajdonosi hitelek egyenlege	n.a.	430	362	627	269
Bankszektoron keresztül készpénzben beérkezett működőtőke értéke összesen	4453	2275	2173	2037	1944
Apport	117	57	22	11	7
Működőtőke-export értéke	43	-3	431	481	249

Forrás: MNB és Gazdasági Minisztérium adatai alapján.

A jelenség természetesnek tekinthető. A magyarországi működőtőke-beruházások működésük érett szakaszába léptek, nyereségessé váltak, s a tulajdonosok igényt tartanak a megtermelt jövedelem egy részére. A 20 milliárd dollárt megközelítő működőtőke-állomány esetén az 1 milliárd dollár körüli repatriálás normálisnak, s olyan mértékűnek mondható, amelyre tartósan számítanunk kell. Ezt mutatják a nemzetközi tapasztalatok is. A magas működőtőke-állománnyal rendelkező országokban általában a Magyarországon 1998-99-ben látható szint körül alakul az FDI-beáramlás és a profitrepatriálás aránya (egy-egy nagyobb befektetés, illetve a profit visszaforgatása változtathat ezen a viszonyszámon egy-egy évben). Az arányt még egy – nehezen bizonyítható, de minden bizonnyal létező – összefüggés, tényező befolyásolja. Ahol a többi országhoz viszonyítva alacsony a társasági adó mértéke – és ezen országok közé tartozik Írország (10 százalék) és Magyarország (18 százalék) –, illetve kiterjedtek az adókedvezmények, ott az elszámoló árakon keresztül a multinacionális vállalatoknak érdemes magasabb nyereséget – jelentős exporttöbblet formájában – kimutatni, majd profitként, illetve az egyéb szolgáltatások soron repatriálni. Írországban 8,4 milliárdos deficitet mutatott az egyéb szolgáltatások egyenlege 1997-ben és 10 milliárdot tett ki a profitrepatriálás. Ugyanakkor a 3,5 millió lakossal rendelkező ország exportja 55 milliárd dollárra rúgott, a kereskedelmi mérleg aktívuma pedig 17 milliárdot tett ki (Hunya–Richter 1999). Magyarországon ez a jelenség egyelőre csak a *vámszabad területek* gyorsan növekvő aktívumtermelő-képességében érhető tetten. A fentiek miatt úgy véljük, hogy nem szerencsés és közgazdaságilag nem indokolható az éves FDI-beáramlást mechanikusan a folyó fizetési mérleg deficitje finanszírozójának tekinteni. A működőtőke-befektetések ugyanis részben éppen okozói a folyó mérleg bizonyos sorain jelentkező hiányoknak.

1997-98 látványos fejleménye volt a *működőtőke-export* erőteljes felgyorsulása. A fizetési mérleg adatok szerint 1995-ben még csak 43, 1997-ben már 431, míg 1998-ban 481 millió dollárt tettek ki a magyarországi vállalatok külföldi működőtőke-befektetései. A tőkeexport emelkedését több – egymással szoros kapcsolatban lévő – tényező együttesen segítette elő: a magyar gazdaság általános állapotának javulása, a vállalkozói szféra stabilizálódása, a tőzsdei cégek nyereségességének emelkedése, a külföldi befektetési lehetőségek szaporodása, a globalizálódó világ gazdaságban a terjeszkedés, növekedés kényszere és az ebben az időben javuló kelet-európai gazdasági helyzet, szaporodó befektetési lehetőségek.

1997-98-tól tehát a magyarországi működőtőke-áramlásokat a korábbi évektől eltérően négy új tendencia jellemezte: 2 milliárd dollár körül stagnáló beáramlás, tendenciájában a tulajdonosi hitelek növekvő szerepe, megugró, majd e magas szinten stabilizálódó profitrepatriálás. 1999-ben megtorpanó, de hosszabb távon minden bizonnyal bővülő tőkeexport. Úgy véljük, hogy ennek alapján a kilencvenes évek utolsó harmadában a hazai működőtőke-áramlás olyan tartósan ígérkező, új szakaszba érkezett, amely az elkövetkező években is jórészt jellemezni fogja a folyamatokat. Ezeket az új jellegzetességeket mindenképpen figyelembe kell venni az ösztönzési rendszer kialakításánál.



## 2. A befektetés-ösztönzés jelenlegi rendszere Magyarországon

Magyarország a *beruházási ösztönzők* komplex rendszerét alkalmazza, amelyek célja nemcsak a külföldi tőkebefektetések vonzása, hanem azok szektorális és regionális terelése is. A nyolcvanas-kilencvenes évtized fordulójától a kilencvenes évek közepéig a magyar kormány kiterjedt adómentességet, adókedvezményeket és széleskörű költségvetési támogatásokat nyújtott a külföldi befektetőknek. Ez természetes és logikus lépés volt egy olyan országban, amely – több mint 40 évnyi szünet után – éppen akkor nyitotta meg kapuit a külföldi befektetők előtt, amelynek politikai és gazdasági átalakulása éppen csak elkezdődött, ezért jelentős kockázatokat rejtett magában, végül amely a külföldi működőtőkére építő modernizáció útjára kívánt lépni. A nyitást követő fél évtized múltán, a gazdasági átalakulás előrehaladtával, jelentős volumenű FDI-beáramlást követően a befektetés-ösztönzési rendszer átláthatóbbá, a nemzetközi követelményeknek megfelelőbbé válhatott. A jelenleg érvényben levő beruházási ösztönzők már – a nemzetközi szervezetek elvárásainak megfelelően – nem tesznek különbséget a beruházók között nemzetiségük alapján.

A nyolcvanas évek végétől nyújtott *adóösztönzők* (kedvezmények és mentesítések) túlnyomó többsége lejár a közeljövőben. Jelenleg ötéves, 50 százalékos adókedvezmény illeti meg azokat a beruházásokat, amelyek 1995. december 31. után legalább 1 milliárd forint értékkel valósulnak meg. Ugyanezt a kedvezményt kapják az 1996. december 31. után legalább 1 milliárd forint értékben megvalósult szálloda-beruházások. Ezek az ösztönzők 2002-ig vannak érvényben. 2011-ig elérhető egy tízéves, 100 százalékos adókedvezmény a 10 milliárd forintnál magasabb termelőkapacitást létrehozó beruházók számára. A fenti kedvezmények esetében a beruházásoknak további követelményeket kell teljesíteniük. Az első két esetben a nettó értékesítés bizonyos mértékű növelése a támogatáshoz kötött elvárás, a harmadik esetben pedig ezen felül évente legalább 100 emberrel többet kell a létrejött vállalatoknak alkalmazniuk, mint a beruházást megelőző évben.

*Regionális adókedvezményeket* a preferált régiókban és/vagy ipari parkokban megvalósított beruházások kapnak. Ebben az esetben a nettó értékesítés meghatározott mértékű éves növekedése szintén követelmény. Az elmaradott régiókban regisztrált, legalább 3 milliárd forint befektetéssel alakult vállalkozások 100 százalékos adókedvezményt élveznek 10 évig. A beruházás helye olyan megye kell, hogy legyen, amelyben a munkanélküliségi ráta meghaladja a 15 százalékot. Azon vállalatok számára, amelyek preferált régiókban vagy ipari parkokban valósulnak meg, 6 százalékos adókedvezmény jár a gépek, berendezések után. Ugyanilyen kedvezményt kapnak a beruházás megvalósításának évében azok a vállalatok, amelyek ezekben a régiókban infrastrukturális befektetéseket valósítanak meg. K+F-tevékenység végzése esetében a nyereségadóból kapnak a beruházók kedvezményt: a K+F-tevékenységhez kapcsolódó költségek 20 százaléka leírható az adóalapból.

Pénzügyi ösztönzőket az ún. *célelőirányzatok* keretében nyújtanak a beruházóknak. Ezek közé tartozik a Gazdaságfejlesztési Célelőirányzat, a Központi Mű-

szaki Alapprogram (GM-OMFB), a Vidékfejlesztési (Területfejlesztési) Célelőirányzat (FM), a Munkaerőpiaci Alap, a turizmusfejlesztési, a környezetvédelmi, agrárgazdasági stb. támogatások. A szubvenciók formája sokféle lehet: preferenciális bankhitel, visszatérítendő és vissza-nem-térítendő támogatások, kamattámogatások. Ezek a Magyarországon bejegyzett vállalatok számára érhetőek el, tehát nem kimondottan a külföldi befektetőket támogatják. A cégeknek előre meghatározott szabályok alapján pályázniuk kell az egyes támogatásokra, amelyeket versenyben kell elnyerniük. Ezek a költségvetési alapok nemcsak az új beruházások létrehozását támogatják, hanem más gazdasági célok elérését is, mint például a kisvállalatfejlesztést, az elmaradott régiók felzárkóztatását, környezetvédelmi célok elérését, K+F-célú beruházásokat. Általában a beruházási költségek 30 százalékát, maximum 200 millió forintot finanszírozhatnak az alapok.

Az *ipari parkok* teljes infrastruktúrát, úthálózathoz való kapcsolódást, szolgáltatásokat, különféle (helyi) adókedvezményeket kínálnak a befektetőknek. Az egyes területeknek a Gazdasági Minisztériumhoz kell pályázniuk, hogy megkapják a jogot az ipari parkként való működésre. Eddig Magyarországon 28 ipari park kapott működési engedélyt.<sup>2</sup> Speciális FDI-támogatás Magyarországon a vámszabad területi befektetés lehetősége. A világgazdaság minden régiójában, ezen belül számos országban alkalmazták ezt a támogatási formát, így a magyar lehetőség illeszkedik a nemzetközi tendenciákhoz.

Ugyanakkor a világgazdaságban szinte egyedülállónak Magyarországon minden egyes vállalat bárhol létrehozhatja a saját vámszabadterületét (nincsenek tehát földrajzilag elkülönített területek), amennyiben teljesíti az alapítási követelményeket. A *vámszabad terület* az 1995. évi C. törvény 3. paragrafusának (6) bekezdése szerint a vámterület elkülönített része, amely a vám-, a deviza-, és a külkereskedelmi rendelkezések alkalmazása szempontjából külföldnek minősül. A vámszabad területek hazai szabályozása részben azonos, részben azonban eltér az EU – hivatalos – vámszabad területi szabályozásától. Eltérő szabályok az EU-ban és Magyarországon:

- A magyar vámszabad területek elhelyezkedése területileg nem koncentrált, miután a szabályozás alapján, annyi vámszabad terület létesült, ahány cég engedélyt kért és kapott. Az EU-ban ezzel szemben a vámszabad területet központilag jelöli ki a nemzeti kormány, s e területre több gazdálkodó is tevékenységi engedélyt kérhet. A magyarországi vámszabad területek az EU-beli vámszabad raktárak kategóriájának felelnek meg.
- Magyarországon a termeléshez szükséges termelőeszközök is kerülhetnek a vámszabad területekre, ezt az EU-szabályozás elvileg kizárja.

<sup>2</sup> A tanulmányban említett adat 1997-re vonatkozik. 2000 végéig már 133 ipari park kapott működési engedélyt. *A szerk.*

- Magyarországon a vámszabad területeknek vámbiztosítékot kell fizetniük, amely a vámellenőrzés biztonságának erősítését szolgálja. Ez szigorúbb az EU-beli szabályozásnál.
- Eltérő – Magyarországon ugyancsak szigorúbb – a vámszabad területi árumozgások regisztrálási, okmányolási követelménye. Az EU-ban a vámszabad területre való belépéskor csak fuvarokmányt, vagy egyéb árukísérő okmányt kell felmutatni, s nem kell az árukról vámáru bejelentést tenni. A vámszabad területet/vámszabad raktárt üzemeltető készlenyilvántartása biztosítja a vámellenőrzéshez szükséges adatokat. Magyarországon minden árumozgásról vámáruokmányt (vagy ki/betárolási okmányt) kell kiállítani, s ezt a vámhatóságnak átadni. Ezzel a naprakész vámellenőrzés biztosított.
- A magyar vámjogi szabályozás ma még nem minősíti gazdasági vámeljárásnak a vámszabad területi termelést (bár az EU-val megegyezően gazdasági feltételek alapján, bevonva az illetékes gazdasági tárcákat, mérlegel a vámhatóság). Így a magyar szabályozásból hiányzik az aktív feldolgozás, illetve a vámfelügyelet melletti termelés fogalma és engedélyezésének lehetősége is.

A magyar beruházásösztönzők szerkezete más vonatkozásban is eltér az Európai Unióétól: Magyarországon a régiók és a regionális támogatások sokkal kisebb hangsúlyt kapnak, sőt a régió-konceptió is különbözik a két esetben, végül a beruházóknak nyújtott támogatások Magyarországon összességében jóval kisebbek, mint az EU-ban. Mindösszesen úgy véljük, hogy a magyar befektetés-ösztönzési rendszer két fontos jellemzője az *átláthatóságra* való törekvés és a *diszkrimináció-mentesség*. Hiszen egyfelől a releváns jogi anyagokat folyamatosan, idegen nyelven is publikálják, az ITD pedig gyakorlatilag az összes elérhető támogatásról és kedvezményről felvilágosítást tud adni (kivéve a helyi önkormányzatok által nyújtott kedvezményeket) újabban a döntéshozatal folyamatában a már megtelepedett külföldi befektetők – és hazai vállalati szervezetek – véleményét is egyre gyakrabban kikérik a megfelelő államigazgatási szervek (*Befektetési Tanács*). Másfelől a befektető hovatarozására való tekintet nélkül részesül az egyes kedvezményekben. Nemzetközi összevetésben pedig úgy véljük, hogy a magyar befektetés-ösztönzési gyakorlat sokkal inkább a fejlett országok, mint a fejlődők praxisához hasonlít.

### 3. Befektetők és motivációik Magyarországon

A befektetés-ösztönzéssel foglalkozó tanulmányok, javaslatok, előterjesztések legnagyobb hibája az, hogy homogén masszaként kezelik a beruházókat, így pedig nem határozhatók jól körül sem a megcélozni kívánt befektetői csoportok, sem ezek motivációi, ennek következtében pedig a befektetés-ösztönzési eszközök sem. Ami az egyik befektetőnek nem lényeges, az a másiknak fontos lehet, és fordítva. Ismerteink szerint Kelet-Európa és Magyarország vonatkozásában mindössze három olyan vizsgálat született, amely megkísérelte szétválasztani a beruházói csoportokat és mo-

tívációikat (Meyer 1996, Lankes–Venables 1996, Éltes–Sass 1997). A fenti tanulmányok mindegyike jelentős eltérést tapasztalt a különböző befektetői csoportok motivációi között. A szerzők lényegében két nagy befektetői kört különítenek el egymástól: a piacorientált és exportorientált befektetőket. A vizsgálatok szerint a *piacorientált befektetők* szempontjából a piac nagysága, növekedési potenciálja, a vállalat piaci részesedésének fokozása voltak a legfontosabb tényezők. Az *exportorientált befektetőket* ezzel szemben a szakképzett és viszonylag olcsó munkaerő vonzotta a leginkább. Ezen csoportbeli befektetők számára jelentőséggel bírt továbbá a piacra jutás lehetősége, a kereskedelmi korlátok hiánya egyes (elsősorban EU- és CEFTA-) országokkal folytatott kereskedelemben, s más, a külkereskedelmi tevékenységet befolyásoló reálgazdasági, illetve szabályozási elemek (pl. Magyarországon a vám szabad területi szabályozás). Ugyanakkor mindegyik befektetői csoport számára nagy jelentőséggel bírt a fogadó ország gazdasági stabilitása, amelynek mind a reálgazdaság (pl. alacsony infláció), mind a törvényi (pl. a gazdaságot érintő szabályozások stabilitása, a jogi és intézményi keretek alakulása) elemeit hangsúlyozták.

A befektetői csoportok megkülönböztetéséhez, eltérő motivációinak feltárásához hasonlóan a beruházásösztönzők szerepét is kevés tanulmány vizsgálta Közép- és Kelet-Európában, illetve Magyarországon. Lankes és Venables (1996) tanulmányában a vállalatok nem tartották fontosnak az adókedvezmények szerepét beruházási döntéseikben, ugyanakkor a befektetők egy kis csoportja számára (elsősorban a nagybefektetők számára) a kormányzatokkal kötött egyedi „alkuk” a kedvezmények tekintetében komoly szerepet játszottak abban, hogy az adott országot választották befektetésük színhelyéül. Ezt különösen Magyarországgal kapcsolatban találták relevánsnak. Az Indicator felmérése szerint a relatíve hatékony *közlekedési infrastruktúra* fontos szempont volt a beruházók számára, amikor Magyarországot választották. Lankes és Venables szerint ugyanakkor a helyi infrastruktúra nem szerepel a vonzó tényezők között a régióban. Éltes és Sass (1997) Magyarországra vonatkozó felmérésében a beruházók nem tartották fontosnak a kedvezményeket a beruházás szempontjából. Ugyanakkor az exportorientált befektetők szerint fontos az infrastruktúrális szolgáltatások viszonylag magas színvonala.

Mivel a fenti vizsgálatokat 2-3 évvel ezelőtt végezték, ezért 1999 nyarán mélyinterjúkkal személyesen felkerestünk hét, évek óta Magyarországon tevékenykedő, egyértelműen exportorientált vállalatot. A cégek Magyarország legnagyobb exportőrei közé tartoznak, valamennyien multinacionális vállalatok 100 százalékos tulajdonában vannak. Ágazatilag az autóiparba, az elektronikai iparba, illetve a ruházati iparba tartoznak. A minta tehát egyáltalán nem tekinthető reprezentatívnak, de nem is a reprezentativitásra törekedtünk, hanem arra, hogy – a kérdőíveknél mélyebben – megismerjük azoknak a befektetőknek a véleményét, beruházási stratégiáját, döntési mechanizmusát, amelyek jelenleg is számottevő befolyással bírnak a magyar kivitelre, a folyó fizetési mérleg alakulására, a foglalkoztatásra, a gazdasági növekedésre, s hatnak Magyarország tökevonzási képességére (konkurensok, beszállítók, profit-visszaforgatás).

A vizsgált vállalatok valamennyien – különböző kiterjedésű – nemzetközi hálózattal rendelkező cégek *leányvállalataiként* működnek. Minden mintánkban szereplő multinacionális vállalat rendelkezett a tevékenységét alapvetően befolyásoló hosszabb távú stratégiai elgondolásokkal, középtávú – általában 3 éves – tervekkel, majd ezek immár konkrét éves felbontásával. A beruházási költségkereteket pedig számos helyen negyedévente engedélyezi a központ. A tervezés görgetve zajlik, minden évben felülvizsgálják és módosítják az előirányzatokat – a piaci helyzet, a kereslet-kínálat, az árak, a költségek, a finanszírozási helyzet alakulásának függvényében. A tervezés módszere, jellege persze függ az adott vállalat profiljától. Vannak olyan tevékenységek, amelyek jól tervezhetők 3-5 évre is (ilyen például a gépkocsi-, és gépkocsialkatrész-gyártás), míg másoknál rendkívül gyors a termékek cserélődése, a piaci részarányok változása (ide tartozik a számítógép és alkatrészeinek előállítás). A tervek és a beruházási források lebontottak, szétosztottak a cégen belül, az egyes leányvállalatok között. Számunkra az a leglényegesebb kérdés, hogyan alakul ki az egyes leányvállalatok pozíciója.

Beszélgetőpartnereink a felkeresett vállalatoknál elmondták, hogy a terveik kialakítása egy többlépcsős iterációs folyamat során zajlik. A helyi menedzsmentek leadják a központ stratégiai részlegéhez az általuk kidolgozott, saját cégükre vonatkozó javaslatokat, fejlesztési elképzeléseket. Van ahol pályázni lehet a különböző projektekre. A központ mérlegel, racionalizál. Gazdaságossági számításokat végez, felbecsüli az egyes telephelyeken a befektetés, illetve a működés feltételeit, számba veszi a lehetséges finanszírozási forrásokat (ezeket szükség szerint át is csoportosítja a hálózaton belül, pl. tulajdonosi hitelek), majd döntést hoz a fejlesztésekről. Miután az általunk vizsgált vállalatok olyan ágazatokban termelnek, ahol rendkívül éles verseny zajlik a nagy nemzetközi vállalatok között a piaci pozíciókért, ezért a cégeknek elsődrendű érdeke az alacsonyabb költségekkel, de változatlan, illetve egyre magasabb minőségi színvonalon termelő leányvállalatok fejlesztése.

A döntések egyértelműen *gazdaságossági szempontok* alapján születnek, az érzelmeknek, hazafias kötődéseknek, de még az esetleges politikai nyomásnak is legfeljebb ideig-óráig lehet befolyása. Számunkra a fentiekből az a legfontosabb következtetés adódik, hogy a multinacionális cégen belül a leányvállalatok egymás konkurensei, s folyamatosan harcolniuk kell a fejlesztési forrásokért. Milyen szempontokat vesznek figyelembe a leányvállalatoknál történő fejlesztésekről szóló döntéseknél? Az erre a kérdésre adott válaszok jórészt visszaigazolták Éltető és Sass vizsgálatainak eredményét. Eszerint a döntésnél a motivációk között az élen szerepel a politikai és gazdasági stabilitás, a jogrendszer transzparenciája és stabilitása, a munkaerő képzettsége, rugalmassága és alacsony költsége. Nagyon fontosnak számítanak a piacra – elsősorban az EU-ba jutási lehetőségek. Mivel esetünkben minden cég vállalathálózaton belül működik, nagy súllyal esik latba a leányvállalat földrajzi, logisztikai elhelyezkedése. Ennek következtében fontos szempont az infrastruktúra állapota. Mintánkban szerepelt egy olyan cég is, amely másfél éve települt Magyarországra, az ország keleti csücskébe elsősorban azért, hogy közel legyen ro-

mán, ukrán és szlovák bér munkázóihoz. Magyarországi telephelyének pedig már középtávon is a logisztikai, minőségellenőrzési központ szerepét szánja. A felkerezett vállalatok mindegyike számára fontos volt a betelepülésről meghozott döntésnél az adókedvezmények, adómentességek, állami támogatások és a vám szabad területi beruházás lehetősége.

Az egyik mintánkban szereplő német tulajdonban lévő cég anyavállalatának központja 30 km-re van a cseh határtól – kézenfekvő lett volna tehát az ottani beruházás. Amikor arról határozott, hogy áttelepíti Közép-Európába termelésének egy részét, akkor Csehországgal szemben Magyarország mellett a végső érv az volt, hogy 1993-ban nálunk – bizonyos feltételek teljesítése esetén – 100 százalékos adómentességet lehetett kapni.

Szerepe volt a vizsgált cégek beruházásában a már itt lévő működőtőke vonzó hatásának is. Egyik vállalatunk többek között azért kezdte vizsgálni a magyarországi befektetés lehetőségét, mert egyik legnagyobb konkurense itt termelt. Egy másik cég beszállítóként települt a nagy autógyárak után Magyarországra. Egy harmadik esetben a betelepült multinacionális vállalat mind az öt közvetlen beszállítóját Magyarországra, telephelye mellé vonzotta. Igaz tehát az a korábbi állításunk, hogy a legjobb tőke vonzó eszköz a már itt lévő elégedett befektető. A beruházók véleménye szerint Magyarországnak egyértelműen előnye van közép- és kelet-európai versenytársaival szemben a *menedzseri ismeretekben* és az infrastruktúra fejlettségében. Ezek mindegyike nagyon fontos szempont a befektetők számára, és azt is látnunk kell, hogy ezek az előnyök éppen a már itt lévő FDI hatására jöttek létre. Lényeges a *NATO-tagság*, amely a beruházók számára oly fontos biztonságot garantálja. Végül nagyon fontos a *stabilitás*, amely azonban még nem egészen megfelelő Magyarországon sem. Ugyanakkor jó jelnek tekintik a Befektetői Tanács megalakítását, s azt, hogy a fontos döntések meghozatala előtt esetenként megkapják a külföldi vállalatok képviselői az előterjesztéseket, s a kormányzat konzultál velük. Nézzük meg végül, hogy milyen motivációk alapján döntött egy mintánkban szereplő, 4 éve hazánkban működő, elektronikai ágazatban tevékenykedő multinacionális vállalat új profil, és K+F-tevékenység Magyarországra telepítéséről.

A fő és elsődleges vonzóerő a már itt működő telephely rendkívül kedvező tapasztalata volt. A magyarországi leányvállalat rövid időn belül a multin belüli mintavállalattá vált, amelynek kiemelkedő eredményei gyakran szerepelnek a head office előtt is. A leányvállalat rendkívül jó minőségben, magas termelékenységgel és alacsony költséggel termel, ami különösen fontossá vált az ázsiai válság idején, amikor a cég jelentős veszteségeket szenvedett el a távol-keleti konkurensek a piacot dömpingáron elárasztó termékei miatt. A cég másik ágazatának termékei iránt az utóbbi időben erőteljesen megnőtt a kereslet. Eddig két nyugat-európai gyárban termeltek, de a gyártás felfuttatását egy alacsonyabb költségű országban tervezték. A régiót gyorsan kiválasztották Közép-Kelet-Európa „személyében”.

Több szempontból is vonzó ez a térség: kedvező logisztikai elhelyezkedés területlen piac, képzett, olcsó munkaerő stb. A cég központjából folyamatosan figye-

lemmel kísérik a régió országainak – elsősorban Szlovéniának, Lengyelországnak, Csehországnak és Magyarországnak – fejlődését, a beruházási lehetőségeket. A Magyarországon belüli telephely kiválasztása egy *befektetési mátrix* alapján történt, amelyben az egyes adottságokat súlyozva pontoszták. (Ennek részletes ismertetését azért is fontosnak tartjuk, mert feltételezzük, hogy az egyes országok között is hasonló szempontok és rendszer alapján döntenek.) A mátrixban öt tényezőt vettek figyelembe:

- Piac/régió: elektronikai vonatkozások, addicionális értékesítési lehetőségek, a cégen belüli szinergia-hatások.
- Költségek: energia, víz, munkaerő, régió-költség.
- Alkalmazottak: munkaerő, és menedzsment, K+F lehetőségek.
- Infrastruktúra: logisztika, úthálózat, telekommunikáció, energia, vám, speciális előnyök.
- A környék attraktivitása: a környezet minősége, a projekt kívánatossága, probléma megoldási lehetőségek, fogyasztói környezet.

Az adott döntésnél négy magyarországi települést teszteltek a fenti szempontok szerint. Az első kör után ketten maradtak versenyben: egy dél-dunántúli város, és egy észak-dunántúli település. Mindenben a dél-dunántúli volt a jobb, kivéve egy adottságot: az infrastruktúrát. Míg ugyanis az észak-dunántúli település az M1-es autópálya közelében fekszik, addig a dél-dunántúli környékén rendkívül fejletlen az úthálózat. Miután pedig az infrastruktúra többszörös súllyal szerepelt a mátrixban, így végül az észak-dunántúli település mellett döntöttek. Magyarország szempontjából pedig sokkal jobb lett volna a magas munkanélküliséggel sújtott dél-dunántúli körzet választása, mint az észak-dunántúlié, ahol már a tágabb körzetben sincs megfelelő munkaerő, s ahová feltehetően Szlovákiából kell majd vendégmunkásokat hozni.

A K+F Magyarországra telepítésében is meghatározó szerepe volt a már Magyarországon működő gyárnak és ügyvezető igazgatójának. A leányvállalat két fiatal mérnökét a cég nyugat-európai központjában képezték tovább, ahol olyan problémákat oldottak meg 3 hónap alatt, amelyekkel évek óta nem boldogultak a helyi mérnökök. Az ügyvezető igazgató ennek alapján úgy vélte, hogy ha ilyen szakemberek vannak Magyarországon, akkor itt nyilván magas színvonalú a képzés, az emberek kreatívak, ráadásul a nyugat-európainak töredéke a bérük. A központban lobbizni kezdett Magyarorszáért, amely sikerrel is járt. Mik tehát a meghatározó szempontok egy konkrét projekt telepítésénél? A már meglévő kedvező tapasztalatok, munkaerő minősége, kreativitása és ára, valamint az infrastruktúra állapota.

#### 4. Következtetések

A hazai befektetés-ösztönzés szempontjából elemzésünkéből véleményünk szerint a következő következtetések adódnak. A gazdaságpolitikának először meg kell fogalmaznia, körül kell határolnia, hogy milyen befektetőket akar Magyarországra vonzani, majd azt, hogy milyen eszközökkel lehet ezt elérni. Magyarország jelenlegi adottságai, a kívánatos fejlődési pálya azt kívánja, hogy elsősorban exportorientált, hálózatokat építő, a hazai kapcsolatokat előtérbe helyező, növekvő hozzáadott-értéket termelő befektetők érkezzenek. A befektetés formája egyre inkább a pótlólagos befektetés, profit-visszaforgatás, a stratégiai előnyök érvényesítése legyen. Tevékenységi körüket tekintve egyfelől érdemes a húzóágazatokat figyelemmel kísérni és segíteni. Az exportorientált autóipar további fejlődéséhez, befektetéseihez már ma is nagyon jó alapokkal rendelkezik Magyarország. Hazánkban termel 4 multinacionális vállalat és számos beszállítójuk, hatalmas befektetésekkel, hálózatokká szerveződve, vámszabad területen és azon kívül, főként EU-kapcsolatokkal.

Tapasztalataink szerint ezen cégek szilárdan megvetették a talpukat Magyarországon, általában elégedettek az itteni lehetőségekkel, és hajlandóak az újabb befektetésekre. E cégekre építve további beszállítókat lehetne megnyerni. Hasonlóan az autóiparhoz, exportorientált húzóágazattá vált Magyarországon az elektronikai, számítástechnikai termelés is. Ebben az ágazatban is számos multinacionális leányvállalat tevékenykedik Magyarországon beszállítókkal együtt. Ezek egy részének hazai beágyazottsága azonban sokkal alacsonyabb, mint az autóiparban tapasztalt. A cégek szinte kizárólag vámszabad területen működnek. Egy részük bérelt üzemsarnokokban, bérelt munkaerővel. A tevékenységi körből következik a számottevő távol-keleti kapcsolat (a kulcsalkatrészek kizárólag japán és koreai termelőktől szerezhetők be), amelyek az EU-csatlakozás, és a vámszabad területek szabályozásának várható változása kedvezőtlenül érint. A cégek ma még főként bér munkaszerű összeszerelést végeznek, ahol elsődleges szempont az *olcsó munkaerő*. Nem véletlen, hogy ezen vállalatok között találkozunk empirikus vizsgálataink során olyanokkal, amelyek már Románia irányában tapogatóznak.

A befektetés-ösztönzésnek ebben a körben azt kellene segítenie, hogy az ágazat tovább tudjon lépni a jelenlegi szintről. Itt is, de általában is fontos lenne a  $K+F$  további Magyarországra vonzása, amely éppen ezt az utolérési hatást segítené. Érdemes lenne megfontolni Kelet-Magyarországon a *határon átnyúló hálózatok* építésének preferálását (az olcsóbb bér miatt esetleg továbbmenők Magyarországon építenék ki logisztikai, kereskedelmi, kutatási központjukat). Ugyancsak célszerű lenne a magyar adottságoknak megfelelő, magas hozzáadott-értéket termelő szolgáltatások, ezen belül például a szoftveripar preferálása. A beruházók nemzeti hovatartozását tekintve megfontolandónak tartjuk még Magyarország EU-csatlakozása előtt japán, illetve távol-keleti befektetők Magyarországra vonzását masszív kormányzati marketingmunkával. (Bizonyos kulcstermék-gyártók Magyarországra telepítése további hatalmas lökést adna Magyarország tökevonzási képességének.)



Ami pedig az eszközöket illeti: Magyarország jelenlegi helyzetében úgy véljük, hogy a tágabb értelemben vett tőkevonzó tevékenység és a meglevő és potenciális befektetőknek nyújtott *szolgáltatások* szerepe sokkal nagyobb, mint az általános országhép javítását célzó tevékenységeké. A tágabb értelemben vett, közvetett tőkevonzó eszközök alkalmazását több tényező is alátámasztja. Egyfelől az FDI-ra vonatkozó empirikus tanulmányokból egyértelműen kiderül, hogy a tágabb értelemben vett FDI-ösztönzés a meghatározó abból a szempontból, hogy egy adott ország mennyire vonzó a külföldi befektetések számára. A gazdaság általános állapota, relatív tényezőellátottsága, és politikai stabilitása azok a tényezők, amelyek a külföldi befektetők szempontjából legnagyobb súllyal esnek latba. Másfelől Magyarországnak akkora a *regionális előnye* elsősorban a már itt lévő magas működőtőke-állomány, s ennek kedvező gazdasági, infrastrukturális, ismeretekben és készségekben megnyilvánuló hatása miatt, hogy nem is érdemes ágazati, egyedi támogatásokba belemenni. Harmadrészt a Magyarországon kívánatos exportorientált, illetve szolgáltató befektetők motivációi között éppen a tágabban vett ösztönzők állnak az első helyeken. Végül, ahogy korábbi fejezetünkben részletesen bemutattuk, számos régióban akkora ösztönzési verseny alakult ki, amelybe Magyarország számára gazdasági adottságait, költségvetésének helyzetét tekintve – lehetetlen és egyben értelmetlen is bekapcsolódni.

A támogatási formákon belül azonban néhány módszert ki kell emelnünk. Úgy véljük, EU-csatlakozásunk megkívánja, hogy az ott elfogadott hangsúlyokra, módszerekre figyeljünk, s kialakítsuk azokat a formákat, amelyek lehetővé teszik az uniós támogatások igénybevételét. Arra kellene tehát készülnünk, hogy régióink EU-konform módon hozzá tudjanak jutni a megfelelő támogatási összegekhez. A K+F és a magas hozzáadott-értéket termelő exportorientált befektetők vonzásának elengedhetetlen feltétele a képzés fejlesztése. Ezen belül a műszaki jellegű egyetemek és főiskolák, speciális kutatóközpontok támogatása, *technoparkok* kialakítása lehet kívánatos. Kiemelten fontosnak tartanánk a *nyelvoktatás* fejlesztését, támogatását – Írország egyik legfőbb tőkevonzó képessége ugyanis például az, hogy mindenki angolul beszél – akár olyan formában is, amely kampányszerűen, a tömegkommunikációban, fő műsoridőben, játékos formában a lakosság széles rétegeit megismertetné az angol, illetve a német nyelv alapjaival. Támogatni kellene a felnőttek nyelvoktatását esetleg úgy is, hogy bizonyos képzési formákban való részvétel esetén az állam a tanfolyam díjának egy részét átvállalná. Támogatásban kellene részesíteni az általános és középiskolák nyelvi laboratóriumainak fejlesztését, nyelvtanulási csereprogramokat. Hasonlóan fontosnak tartanánk a számítástechnikai, internetes ismeretek oktatását, az iskolai számítógépparkok kiépítésének támogatását, a sulinetes program folytatását. Ugyancsak kiemelkedően lényegesnek gondoljuk az *infrastruktúra fejlesztését*, mert mint láttuk egy-egy döntésnél többszörösen esik latba az infrastruktúra állapota. Végül úgy véljük, hogy a befektetés-ösztönzésnek két szakasza állhat előttünk. 2000 és 2002/2003 között még autonóm befektetés-ösztönzés folytatható (például a vámszabad területek változatlan formá-

radhatnak), az EU-csatlakozást közvetlenül megelőzően – de csak akkor – érdemes átvenni az EU-konform szabályokat.

### *Felhasznált irodalom*

- Éltető A. – Sass M. 1997: A külföldi befektetők döntéseit és a vállalati működést befolyásoló tényezők Magyarországon az exporttevékenység tükrében. *Közgazdasági Szemle*, 6, 531-546. o.
- Hunya G. – Richter S. 1999: *Hungary: FDI, Profit repatriation and the Current Account*. The Vienna Institution Monthly Report, 3. WIIF, Bécs.
- Lankes, H. P. – Venables, A. J. 1996: *Foreign Direct Investment in Eastern Europe and the Former Soviet Union: Results from a Survey of Investors*. Kézirat.
- Meyer, K. 1996: *Business Operation of British and German Companies with the Economies in Transition: First Results of a Questionnaire Survey*. CIS Middle Europe Center Discussion Paper Series, 19. London Business School, London.

## A gazdasági felzárkózás néhány növekedéseméleti tanulsága

Dedák István<sup>1</sup>

A gazdasági növekedés elméletében az 1980-as évek második felétől kibontakozó forradalom a nemzetgazdaságok növekedési folyamatainak rendkívül kifinomult és precíz elemzését, valamint az empirikus tényekkel konzisztens elméletek kialakulását egyaránt magával hozta. Mindennek eredményeként a modern növekedésemélet a gazdasági felzárkózást végrehajtó országok számára számos tanulssal szolgál, s egyúttal iránymutatásokat is tartalmaz arra vonatkozóan, hogy melyek azok a makrogazdasági területek, amelyekre a gazdaságpolitikának megkülönböztetett figyelmet kell fordítania. A gazdasági felzárkózás elméleti összefüggéseinek különös relevanciát kölcsönöz az a tény, hogy a kelet-európai átalakuló gazdaságok többségében a gazdasági transzformációval együtt járó visszaesést követően erőteljes növekedés indult meg az 1990-es évek közepén, illetve második felében. A megindult növekedés ellenére mégis meglehetősen sok bizonytalanság és kérdés merül fel a felzárkózási folyamatot illetően. A problémák többnyire a növekedés tartósságával, a felzárkózás lehetséges időtartamával és a gazdasági növekedési ütem konkrét nagyságával kapcsolatosak. Véleményünk szerint, különösen a felzárkózás időtartamával és a növekedési ütemmel kapcsolatosan sok esetben a közgazdasági realitásokat nélkülöző következtetések fogalmazódnak meg.

Tanulmányunkban a teljesség igénye nélkül a magyar gazdaság felzárkózása szempontjából néhány releváns növekedéseméleti tanulságot foglalunk össze, s kitérünk a hazai gazdaság növekedési folyamatait befolyásoló néhány makrogazdasági problémára.

**Kulcsszavak:** gazdasági felzárkózás, növekedési ütem, megtakarítási ráta, államadósság

### 1. Néhány általános tanulság

Gazdaságpolitikai szempontból három tanulságot vonhatunk le az elmúlt évtizedek makrogazdasági tapasztalatai alapján:

1. Az első – és gazdaságpolitikai szempontból talán a legfontosabb tanulság –, hogy a gazdasági felzárkózás nem megy végbe automatikusan. Nem működnek olyan makrogazdasági automatizmusok, amelyek a fejletlen, vagy közepesen fejlett országok jövedelmi színvonalát a fejlett országok szintje felé terelnék. A „laissez faire” sok területén érvényesülő elvei a gazdasági felzárkózás tekintetében hatástala-

---

<sup>1</sup> Dedák István, főiskolai adjunktus, Szent István Egyetem Gyöngyösi Főiskolai Kar Közgazdasági Tanszék (Gyöngyös)

nok. A növekedésméleti összefüggések értelmében minden ország a rá jellemző makrogazdasági paraméterek – melyek közül a megtakarítási ráta, a humán tőke és a népesség növekedési üteme tekinthetők fundamentálisnak – által meghatározott jövedelmi helyzethez (steady-state) konvergál. Ha például két ország ugyanazokkal a makrogazdasági paraméterekkel rendelkezik, de az induló jövedelmi pozíciójuk eltérő, akkor hosszú távon ugyanahhoz a jövedelemszinthez konvergálnak, bármilyen jelentősek is voltak a kezdeti jövedelmi különbségek. Ezért azok a gazdaságpolitikai intézkedések, amelyek kedvező irányba mozdítják a növekedést befolyásoló fundamentális tényezőket, jelentős mértékben elősegíthetik a sikeres felzárkózást a fejlett országok jövedelmi színvonalához. Bőven találhatók az elmúlt évtizedekben gazdaságtörténeti példák arra vonatkozóan, hogy a tudatos kormányzati beavatkozás eredményeként (ami döntően a megtakarítások ösztönzésére, az infrastruktúra fejlesztésére, a humántőke képződés elősegítésére irányult) az országok rendkívül figyelemre méltó felzárkózást produkáltak. Eklatáns példaként az ázsiai „kis tigris” országok említhetők, (amelyeknek az 1960-as években az USA-hoz képest hatszoros lemaradásuk volt az egy főre jutó jövedelmekben, míg 1990-es évek közepén már csak 1,5-szeres) vagy az utóbbi évtizedben elképesztő ütemű – közel 7 százalékos – növekedést produkáló Írország. Az országok helyzete a jövedelmi ranglétrán tehát nem predesztinált, és nem kulturális, társadalmi vagy más misztikus elvek alapján meghatározott. Bölcs és megfontolt makrogazdasági politikával lehet – és kell is – formálni azokat a tényezőket, amelyek a növekedésméleti összefüggések alapján fundamentálisnak tekinthetők a GDP alakulásában.

2. Amennyiben a gazdaságban a piaci viszonyok és a magánszektor dominanciája meghatározó, valamint a gazdaság nyitott és egyre intenzívebben integrálódik a világ gazdaságba – és az átalakuló, uniós csatlakozásra váró országokban kétségkívül ez a helyzet –, továbbá a vállalati szektor profitabilitása megfelelő, akkor a nemzetgazdasági szintű megtakarítási (beruházási) ráta alakulása a gazdasági felzárkózás egyik kulcsváltozója. A gazdasági felzárkózást és a tartós gazdasági növekedést elősegíteni igyekvő gazdaságpolitikának ezért a megtakarítások ösztönzését prioritásként kell kezelnie.

A hazai beruházási ráta a rendszerváltozást követően visszaesett, s mélypontját 1993-ban érte el 18,7 százalékkal. A gazdasági stabilizáció éve óta azonban értéke folyamatosan növekszik, s 1999-ben 24 százalékot tett ki, a készletállomány változása nélkül, a GDP-hez viszonyítva. Ez a beruházási ráta nemzetközi viszonylatban már nem számít alacsonynak, s ha ezt a szintet tartósan sikerül tartani, a felzárkózás biztosan folytatódni fog.

A megtakarítási ráta alakulásával kapcsolatosan azonban az utóbbi időben két nyugtalanságra okot adó tényező feltétlenül említést érdemel. Az egyik tényező a nemzetgazdasági szintű megtakarítások alakulásában kulcsfontosságú szerepet játszó háztartási megtakarítás, amely az utóbbi években rohamos csökkenésnek indult. 1999-ben a háztartásoknak az infláció torzító hatásától kiszűrt megtakarítási rátája mindössze 4,5 százalékot tett ki, ami nemzetközi összehasonlításban kifejezetten

alacsonynak számít. A háztartások megtakarításai rátájának utóbbi években végbement csökkenését számos tényező kiválthatta. Az egyre stabilabb gazdasági helyzet, valamint a csökkenő munkanélküliség és az emelkedő reáljövedelmek a korábbiakhoz képest kiszámíthatóbb jövedelmi pályát vetítenek előre, ami a háztartásokat növekvő fogyasztásra serkenti. Mindehhez járult hozzá, hogy a rendszerváltás kezdeti éveiben végbemenő reáljövedelem csökkenés, valamint az átalakulással együtt járó bizonytalanság és növekvő munkanélküliség a fogyasztási kiadások elhalasztására ösztönzött. Ez az elhalasztott fogyasztás tükröződhet a jelenlegi gazdasági prosperitás időszakában, amit az egyre kedvezőbb feltételekkel igénybe vehető fogyasztási hitelkonstrukciók is ösztönöznek.

Nem kedvez a megtakarításoknak a belföldi kamatszint rohamos – az inflációs folyamatokkal nem alátámasztott – csökkenése, melynek következtében az elmúlt évben csak rendkívül mérsékelt (nem ritkán negatív) reálhozamok voltak elérhetők. A nominális kamatlábak erőteljes csökkenésének hátterében az áll, hogy a belföldi kamatlábaknak – a fedezetlen kamatparitás tételéből következően – igazodni kell a külföldi kamatlábakhoz, valamint a leértékelés várható mértékéhez és a befektetők által elvárt kockázati prémiumhoz. Mivel a kockázati prémium a makrogazdasági helyzet javulásának köszönhetően jelentősen csökkent, továbbá a leértékelés mértéke az elmúlt évben jelentősen elmaradt a belföldi inflációtól (a forint reálértelemben számottevően felértékelődött), ezért a jegybank a túlzott mértékű spekulációs tőke beáramlásának megakadályozása végett a belföldi kamatlábak csökkentésére törekszik. Minél erőteljesebb a forint reálfelértékelődése, annál alacsonyabb belföldi kamatláb szükséges a spekulációs tőke túlzott beáramlásának meggátolásához. Jelentős felértékelődés esetén ezért az eredmény a hazai megtakarítók számára elérhető alacsony reálkamatláb.<sup>2</sup>

Súlyosbítja a helyzetet, hogy a belföldi kamatlábakat a jövőben is csak nagyon korlátozottan lehet felhasználni a háztartások megtakarításainak ösztönzésére. Ennek oka, hogy a Balassa-Samuelson-hatás következtében a gazdasági felzárkózás idején a forint (hozzávetőlegesen 2-3 százalék körüli) reálfelértékelésére lehet számítani, s mivel a belföldi kamatlábaknak a leértékelés várható üteméhez és a külföldi kamatlábhoz igazodnia kell, ezért a forint alapú megtakarításokon elérhető reálkamat nem lehet magas. Annyira semmiképpen sem, hogy jelentős motiváló tényezőt képezzen a háztartási megtakarítások számára.

További gondot jelent a nemzetgazdasági ráta alakulásával kapcsolatosan az, hogy ahhoz jelentős (több mint 4 százalékot kitevő) részben külső forrásbevonás (a folyó fizetési mérleg deficitje) járul hozzá. Ez nem okoz problémát mindaddig, amíg a külföldi tőkebeáramlás folytatódik, finanszírozva ezzel a folyó fizetési mérleg de-

<sup>2</sup> Arra a hazai gazdaságban rendkívül aktuális problémára, hogy a belföldi kamatlábaknak ún. kettős kötelessége van – egyfelől igazodnia kell a belföldi inflációs folyamatokhoz, másfelől pedig figyelembe kell venni a fedezetlen kamatparitás tételét – Erdős tanulmánya hívta fel a figyelmünket (Erdős 2000).



ficitjét. A profitrepatriálás tényét is szem előtt tartva kérdés azonban, hogy tartósan be lehet-e rendezkedni a külföldi tőkebeáramlásra alapuló külső forrásbevonásra.

Mindent összevetve arra juthatunk, hogy a gazdasági felzárkózáshoz szükséges 23-26 százalékos körüli megtakarítási ráta tartós megvalósítása nem lesz egyszerű feladat. A megtakarítások ösztönzését (pl. a befektetési adóhitel kiterjesztésével, vagy más eszközökkel) a tartós gazdasági növekedésre törekvő kormánynak az egyik legfontosabb gazdaságpolitikai célkitűzésként kell kezelnie.

3. Az új keletű növekedésmélet egyik legfontosabb mondanivalója, hogy a fizikai értelemben vett tőkejavak mellett a humán tőkének is kulcsfontosságú szerepe van a GDP alakulásában. Ez utóbbi figyelembe vétele nélkül az országok közötti jövedelmi különbségek nem érthetők meg. Axiómaként kell kezelnünk azt a tételt, hogy magas szintű (20 százalékos jóval meghaladó) beruházási rátára van szükség, de axiómának – és nem valamiféle szlogennek – tekinthető az is, hogy a humán tőke felhalmozását elősegítő erőforrásokat növelni kell. A hazai állapotokat tekintve ez utóbbi terén bőven akad tennivalónk. Szemléletváltásra és meggyőződésünk szerint a finanszírozási formák újragondolására egyaránt szükség van. A versenyszféra és a humán tőkét létrehozó intézményekben dolgozók jövedelmei között meglévő diszparitás mára elképesztő méreteket öltött, demoralizáló hatásai lépten-nyomon tetten érhetők. Pedig a gazdasági növekedés ma már egyre inkább tudásintenzív. A felgyorsuló globalizációs folyamatok, a robbanásszerű technikai fejlődés, az informatikában végbemenő forradalom magasan kvalifikált, megfelelő humán tőkével rendelkező munkaerőt igényel. A GDP komponensein belül egyre növekvő részarányt képeznek a magas minőségi igényeket kielégítő, korszerű, a környezetvédelmi szempontoknak is megfelelő, jelentős humán tőke háttérrel igénylő termékek és szolgáltatások.

Igaz, a humán tőke alakulásában alapvető szerepet játszó felsőoktatás az utóbbi 10 évben rengeteget fejlődött, de legfőképp mennyiségi vonatkozásban. 1990-2000 között a felsőoktatásban résztvevők száma több mint duplájára emelkedett, de arányait tekintve még így is csak a felét teszi ki a fejlett országban meglévő arányoknak. Ugyanakkor a humán tőke képzéséhez elengedhetetlenül szükséges infrastruktúrális feltételek megteremtése továbbra is a terület egyik akut problémáját képezi. A fejlesztési források szűkösek, a pedagógusok tradicionálisan alulfinanszírozottak, a lemaradás arányait tekintve itt a legnagyobb az EU államokhoz képest. Tekintettel a humán tőkének a gazdasági növekedésben és felzárkózásban betöltött szerepére, nagyobb erkölcsi és anyagi megbecsülésre ezen a területen egyaránt szükség van.

## 2. Szükséges feltétele-e az államadósság leszorítása a gazdasági felzárkózásnak?

A gazdasági stabilizáció éve óta az államháztartás bruttó adósságának GDP-hez viszonyított értéke drasztikusan csökkent. Míg az államadósság/GDP hányados 1995-ben 86,5 százalékra rúgott, 1999-ben (59,4 százalék) már alatta maradt a

maastrichti konvergencia-kritériumokban meghatározott 60 százalékos referenciaértéknek, s az előzetes becslések szerint a mutató értéke az elmúlt évben is tovább javult. Joggal vetődik fel a kérdés, hogy az államadósság/GDP érték csökkenésének mekkora szerepe van az utóbbi években nálunk megvalósult tekintélyes mértékű gazdasági növekedésben. Valóban elengedhetetlen feltétele-e az állam eladósodásának mérséklése a gazdasági felzárkózásnak?

A költségvetési deficit és az államadósság növekedésre gyakorolt negatív hatásai jól ismertek: az államadósság végső soron a beruházások és a magántőke kiszorítását idézi elő, csökkenti a nemzetgazdasági szintű megtakarításokat, melynek eredményeképpen a gazdaság alacsonyabb jövedelemszintet érhet el ahhoz képest, mint ami az államadósság hiányában lehetséges volna. Kevésbé jól ismert azonban, hogy mennyire jár súlyos következménnyel a viszonylag magas szintű (pl. a hazai 59 százalék körüli) kormányzati eladósodás az ország felzárkózási kilátásaira.

Mielőtt azonban a konkrét elméleti összefüggések felé fordulnánk, célszerű egy pillantást vetni, néhány fejlett EU tagállam és átalakuló kelet-európai ország kormányzati eladósodására. A fejlett országok kormányzati eladósodása rendkívül széles skálán mozog. Az államadósság/GDP érték Luxemburgban 8,8 százalék, Svédországban 77,6 százalék Belgiumban 127 százalék volt 1997-ben. Tehát a lényegében azonos gazdasági fejlettséggel rendelkező országok rendkívül eltérő államadósság/GDP értékkel rendelkeznek. Nem változik ennek a megállapításnak az érvényessége akkor sem, ha a gazdaságilag elmaradottabb kelet-európai országokat vesszük figyelembe. A kormányzati eladósodottság Csehországban 10,3 százalék, Romániában 26,1 százalék, míg Lengyelországban 46,3 százalék volt 1997-ben.

Az államadósságnak a gazdasági fejlettségre gyakorolt hatásának elemzésénél a kiindulópontot a költségvetési deficit jelenti. A költségvetési deficit ugyanis egyaránt befolyásolja az államadósság nagyságát – hiszen a mai adósság a múltban keletkezett deficitek összege –, másrészt a nemzetgazdasági szintű megtakarításokon keresztül hatással van az egyes országok jövedelmi szintjére is. Mivel azonban közel azonos fejlettségi szinten lévő országok rendkívül eltérő államadósság/GDP értékkel rendelkeznek, a költségvetési deficitnek olyan hatásmechanizmusának kell léteznie, amely rendkívül erőteljesen befolyásolja az államadósság nagyságát, de ugyanakkor csak szerény mértékben van hatással a gazdasági fejlettségre, az egy főre jutó jövedelmekre.

Tekintsük először a deficit és az államadósság kapcsolatát, amely az adósság-dinamikai összefüggések segítségével könnyedén megragadható. Adott költségvetési deficit és gazdasági növekedés esetén ugyanis a kormányzati eladósodás az alábbi szinten stabilizálódik<sup>3</sup>:

$$b = \frac{D}{g}, \quad (1)$$

<sup>3</sup> Az egyenlet az államadósság/GDP hányados idő szerinti differenciálásával származtatható.

ahol  $b$  az adósság/GDP érték,  $D$  a költségvetési deficit/GDP érték,  $g$  a gazdasági növekedés üteme.

Tételezzük fel, hogy két ország között a költségvetési deficitben szerény mértékű, például 2 százalékpontos különbség van (3 százalék az egyik, 1 százalék a másik országban). A gazdasági növekedés üteme legyen 4 százalék. Felhasználva az adósságdinamikát kifejező (1) összefüggést, a GDP-hez mérten 75, illetve 25 százalékos kormányzati eladósodás várható az egyik, illetve a másik országban. Tehát a költségvetési deficitben meglévő csekély, mindössze két százalékpontos eltérés rendkívül jelentős – kereken háromszoros – eltérésre vezet az államadósság /GDP hányadosban.

Tekintsük most a költségvetési deficitnek a két ország hosszú távú jövedelem-szintjére gyakorolt hatását. Tételezzük fel, hogy a magán-megtakarítások nagysága mindkét országban 25 százalék. A költségvetés deficitese pozíciója azonban a nemzetgazdasági megtakarítási rátát csökkenti, méghozzá 3 százalékponttal az egyik, és 1 százalékponttal a másik országban. Vagyis a nemzetgazdasági megtakarítási ráta 22 százalék lesz az egyik, és 24 százalék a másik országban. Ezek az értékek implicite azt feltételezik, hogy a költségvetési deficit teljes nagyságában csökkenti a nemzetgazdasági szintű megtakarításokat, vagyis az államadósság a tőkét egy az egy arányban kiszorítja. A valóságban azonban számtalan tényező idézheti azt elő, hogy a deficit magánberuházásokat kiszorító hatása ne legyen 100 százalékos. A költségvetési deficit ugyanis magasabb kamatlábakkal járhat együtt, ami megnövelheti a magánszektor megtakarítását, vagy a portfólió jellegű tőkeáramlás erősödése miatt külső forrásbevonás válhat lehetővé. Következésképpen a deficit a nemzetgazdasági szintű megtakarításokat a saját összegéhez képest kisebb mértékben csökkenti. Az is lehet, hogy a deficit a recesszióból való kilábalás elősegítése miatt, tudatos kormányzati beavatkozás eredményeképpen jöttek létre, ami szintén nem jár együtt a beruházások teljes kiszorításával. Rövidre fogva: ha az államadósság terhének elemzése azon alapul, hogy a deficit a teljes összegével csökkenti a nemzetgazdasági szintű megtakarítási rátát, akkor az államadósság okozta terheknek a felső határát becsüljük meg. A továbbiakban az egyszerűbb tárgyalás érdekében az említett bonyodalmaktól eltekintek, vagyis azt feltételezzük, hogy a deficit teljes összegével csökkenti a gazdaság egészének megtakarítását.

Az eltérő költségvetési deficitek következtében kialakuló megtakarítási ráták hatása az egyes országok jövedelmi szintjeire a növekedésméleti összefüggések segítségével származtathatók.<sup>4</sup> Azaz:

$$\frac{y_1}{y_0} = \left( \frac{s_1}{s_0} \right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}}, \quad (2)$$

<sup>4</sup> A képlet levezetését lásd például Romer (1996), Jones (1997), vagy a hazai szakirodalomban Dedák (2000).



ahol  $y$  az egy főre jutó GDP,  $s$  a megtakarítás,  $\alpha$  a tőke termelési rugalmassága, melynek értéke, ha azt a humán tőkét is felölelő szélesebb értelemben használjuk empirikus elemzéseke alapján 2/3-ra tehető.

Az előző példában használt 22 és 24 százalékos megtakarítási ráták felhasználásával az egy főre jutó GDP-ben az eltérő megtakarítási ráták eredményeképpen mindössze 19 százalékos különbség adódik, ami tekintettel az országok közötti ténylegesen meglévő jövedelmi különbségekre, meglehetősen szerénynek mondható.<sup>5</sup> A költségvetési deficitben meglévő 2 százalékpontos eltérés tehát csak 19 százalékos különbséget idézett elő a jövedelmekben, de 200 százalékos eltérést az államadósság/GDP értékben. Az adósságdinamikai és a növekedésméleti összefüggések összekapcsolása tehát jó magyarázatul szolgál arra vonatkozóan, hogy miért rendelkezhetnek lényegében azonos fejlettségi szinten lévő országok rendkívül eltérő mértékű kormányzati eladósodással. Az elmondottakból az is következik, hogy egy közepesen fejlett ország – mint például Magyarország – esetében nem sorsdöntő a gazdasági felzárkózás tekintetében az, hogy a költségvetés hosszú távon kiegyensúlyozott-e, vagy szerény mértékű deficitet mutat, és ezáltal az államadósság alacsony, vagy a GDP-hez mérten viszonylag magas értéken állandósul.<sup>6</sup>

### 3. A gazdasági növekedés üteme és a felzárkózás időtartama

A felzárkózó országok növekedési folyamatainak egyik legfontosabb és méltán széleskörű érdeklődésre számot tartó témaköre a gazdasági növekedés üteme, és a felzárkózás időtartama. Ezzel kapcsolatban számtalan kérdés vetődik fel. Mekkora

<sup>5</sup> Ha a tőkét értelmezésének szűkebb koncepcióját használnánk, vagyis kizárólag a fizikai tőkejavakat értenénk alatta, akkor az  $\alpha$  értéke 1/3 lenne. Ekkor a (2) alapján prognosztizált jövedelmi különbség mindössze 4,5 százalékra rúgna.

<sup>6</sup> Mivel az a megállapítás, hogy a kormányzat számottevő eladósodásának nincs döntő jelentőségű hatása az ország jövedelmi helyzetére, a hazai szakirodalomban meglehetősen újszerű, célszerűnek látszik a témában idézni Gregory Mankiw-t, a Harvard Egyetem professzorát: „Képzeli el, hogy egy éjszaka az „adósságtündér” körbeutazza az országot, és a kormányzati adósságot megtestesítő kötvényeket vele azonos értékű tőkejavakká változtatja át. Mennyiben lenne más a gazdaság a következő reggelen, amikor mindenki felébred? A tőkeállomány növekedésének gazdaságra gyakorolt hatása közvetlenül meghatározható. Ha ugyanis a termelési tényezőket a határtermékükkel ( $MPK$ ) díjazták, akkor a határtermék egyenlő a profitnak a jövedelmeken belüli részaránya ( $MPK \cdot K/Y$ ) és a tőke/termelés ( $K/Y$ ) érték hányadosával. Az USA-ban 1960-94 között a tőke bruttó hozadéka durván a jövedelmek egyharmada volt, míg a tőke/termelés érték átlagosan kicsivel nagyobb volt 3-nál. A tőke határterméke ezért körülbelül 9,5 százalék. [...] Más szóval, minden egyes dollárnyi tőke 9,5 centtel növeli a GNP-t, és 6 centtel az NNP-t (A tőke éves amortizációját ugyanis 3,5 százalékra becsüli. Megjegyzés tőlem –  $DI$ .) Amikor az „adósságtündér” mágiusan visszájára fordítja a kiszorítási hatást, a tőkeállomány a kormányzati adósság értékével – ami az USA-ban körülbelül a GNP 50 százaléka – növekszik. A tőke határtermékére adott becslésünk alapján ez azt jelenti, hogy a bruttó kibocsátás körülbelül 4,75 százalékkal, a nettó kibocsátás pedig 3 százalékkal növekszik.” (Mankiw–Elmendorf 1998, 22-23.o.). A bemutatott okfejtés végeredménye az elemzés egyszerűsége ellenére rendkívül meglehetősen: az amerikai számottevő mértékű eladósodás is csak meglehetősen kis mértékű hatással van a gazdasági teljesítményre.

növekedési ütemre lehet számítani az elkövetkező években, s ez alapján mennyi időt vehet igénybe a magasabb jövedelemszinttel rendelkező országokhoz történő csatlakozás? Egyenletes-e, vagy különböző a növekedés üteme a felzárkózás egyes periódusaiban?

Az elméleti megfontolások alapján a gazdaság növekedési ütemével és felzárkózás időtartamával kapcsolatos összefüggések elemzéséhez a következő egyenlet jelenti a kiindulópontot<sup>7</sup>:

$$\frac{y_t - y^*}{y_0 - y^*} = e^{-\beta t} \quad (3)$$

ahol  $y$  az egy effektív munkásra jutó kibocsátás,  $t$  az évek száma,  $\beta$  a konvergencia sebessége.

A felzárkózás időtartama és a gazdasági növekedés üteme szempontjából konvergencia sebességének ( $\beta$ ) van döntő jelentősége. Ez azt fejezi ki, hogy a gazdaság milyen gyorsan közelít az új, kedvezőbb relatív jövedelmi pozíciót biztosító növekedési pályához. Minél nagyobb  $\beta$  értéke, a felzárkózás annál rövidebb idő alatt valósulhat meg, s annál magasabb lehet a gazdaság növekedési üteme a felzárkózás folyamán. Az empirikus elemzések (Mankiw és szerzőtársai 1992, Barro–Sala-i-Martin 1992) a konvergencia sebességét 2 százalék körülire teszik, vagyis a felzárkózó ország évente a meglévő lemaradás 2 százalékkal kerül közelebb ahhoz a relatív jövedelmi szinthez, amelyre a felzárkózás történik.

A (3) egyenletben  $y_0$  fejezi ki a felzárkózás kezdetén meglévő jövedelemszintet, míg  $y^*$  azt a jövedelmi szintet, ahová a felzárkózás történik. Jelenleg Magyarország vásárlóerő-paritáson számolva hozzávetőlegesen 10000 dollár egy főre jutó GDP-vel rendelkezik, míg ugyanez az EU fejlett államaiban 22000 dollár körül van (Az EU átlagos GDP-je 20000 dollár). Vagyis a lemaradásunk a fejlett EU országokhoz hozzávetőlegesen 2,2-szeres. Ha azt feltételezzük, hogy a felzárkózás az EU átlagot meghaladó jövedelemszintre történik (és ez a magyar gazdasági eddigi növekedési ütemének ismeretében nem irreális feltételezés), továbbá a felzárkózás kezdeti jövedelmi szintjét ( $y_0$ -t) 1-nek vesszük, akkor  $y^*$  értéke 2,2.

A fentiek alapján egyszerűen meghatározható a gazdasági felzárkózás időbeni lefolyása, például az, hogy hány év elteltével lesz a gazdaság félúton ahhoz a relatív jövedelemszinthez, ahová a felzárkózás történik. Ha  $y_t$  értékét 1,6-nak vesszük, (ekkor  $(y_t - y_0)/(y_0 - y^*) = 0,5$ ) akkor a felzárkózó gazdaság éppen a relatív jövedelmekben számított távolság felét tudja maga mögött. (A felzárkózás kezdetén az ország a fejlett EU országok jövedelmének 45 százalékkal rendelkezik ( $=1/2,2$ ), félúton viszont már 73 százalékkal ( $=1,6/2,2$ )) Ehhez a gazdaságnak (3) alapján – továbbá  $\beta$  értékét 2,1 százaléknak véve – 33 évre van szüksége.

Mindez rögtön azzal a tanulssal szolgál, hogy a gazdasági felzárkózás megvalósítása időigényes, több évtizeden keresztül elhúzódó feladat. A konvergen-

<sup>7</sup> Az egyenlet részletes levezetéséről lásd Barro–Sala-i-Martin (1995) vagy Valentinyi (2000).

cia sebességének alacsony értéke következtében az új, kedvezőbb relatív jövedelemszint elérése csak lassan megy végbe. Mindez a gazdasági felzárkózást megkezdő országok számára meglehetősen lehangoló következtetésnek tekinthető. Az eredmények értelmezésével azonban körültekintően kell eljárni. A felzárkózás során a jövedelmekben meglévő relatív lemaradás csökken, miközben a fejlett országok gazdasága is növekszik. Ha például a fejlett országok évi 2 százalékkal növekednek – ami reális feltételezésnek tekinthető –, akkor 33 év elteltével a jelenlegi jövedelmüknél 92 százalékkal ( $1,02^{33}=1,92$ ) nagyobb jövedelmi szint 73 százalékát sikerül elérnünk. Mindez világossá teszi: noha a konvergencia sebessége alacsony, a felzárkózás évtizedeket vesz igénybe, a jóléti hatások már sokkal korábban jelentkeznek, gyökeres változást előidézve a jövedelmek alakulásában és a társadalmi jólétben.

Tekintsük most a felzárkózás folyamán a gazdaság növekedési ütemével kapcsolatos összefüggéseket. A növekedési ütemmel kapcsolatos elméleti megállapítások azon alapulnak, hogy a konvergencia sebességének empirikus ismerete lehetővé teszi a jövedelmek időbeni alakulásának ( $y_t$ -nek) nyomon követését. Ha viszont tudjuk azt, hogy a felzárkózás folyamán a gazdaság milyen jövedelemmel rendelkezik, akkor abból a növekedési ütem már könnyedén meghatározható. Ha például a felzárkózás első ötéves periódusát tekintjük, akkor az éves átlagos növekedési ütemre – 2,2-szeres lemaradást feltételezve és  $\beta$  értékét 2,1 százaléknak véve – 4,6 százalék adódik, míg a felzárkózás második 5 éves periódusában már csak 4,1 százalék.<sup>8</sup>

#### 4. Következtetések

A fenti számítások alapján a hazai gazdasági növekedési ütemével kapcsolatosan két alapvető következtetés vonható le. Egyrészt az, hogy a növekedés ütem a felzárkózás kezdeti éveiben magasabb, s folyamatosan csökkenve közelít az egyensúlyi pályához tartozó, a technikai haladás által determinált ütemhez. Másrészt az, hogy a növekedési ütemnek nem kell extrém nagyságokat (6 százalék, vagy még magasabb értéket) elérnie a felzárkózás folyamán. Az elméleti összefüggések alapján egy olyan gazdaságban, amely a felzárkózás folyamán 2-2,5-szeres lemaradást kell, ledolgoznia nincs realitása annak, hogy növekedési csodára számítsunk. Tartós növekedési csodára semmiképpen sem. Ennek az a magyarázata, hogy a növekedési ütem nagysága nem csak attól függ, hogy a felzárkózás melyik szakaszában vagyunk, hanem attól is, hogy a gazdaság induló jövedelmi pozíciója mennyire van távol attól a jövedelemszinttől, amelyre a felzárkózás történik. Minél nagyobb az a jövedelmekben mért távolság, amelyet a gazdaság a felzárkózás folyamán megtesz, annál nagyobb növekedési ütemre lehet számítani. Ha például a számításokat a jö-

<sup>8</sup> Mivel  $y$  az egy effektív munkásra jutó kibocsátást jelöli, a (3) alapján számított növekedési ütemhez hozzá kell adni az egyensúlyi növekedési pályához tartozó, a technikai haladás által determinált ütemet. Ezt az empirikus elemzések 2,0-2,5 százalékra becsülik (Barro 1997). A fenti számításokban 2,3 százalékos értéket használtuk.

vedelmekben meglévő ötszörös lemaradást feltételezve végezzük el, – ami megfelel az ázsiai „kis tigris” országok 1960-as évekbeli realitásának –, a növekedési ütemre átlagosan 5,5 százalék adódna a felzárkózás első harminc évében. Ez a növekedési ütem rendkívül közel áll ahhoz az értékhez, amit ezek az országok ténylegesen produkáltak az 1960-90 közötti időszakban.

A hazai gazdasági felzárkózási folyamat, az új növekedési pályához való konvergálás 1997-től kezdődött. 1997-ben a GDP 4,6 százalékkal, 1998-ban 5,1 százalékkal, 1999-ben 4,5 százalékkal nőtt, míg 2000-ben az előzetes becslések szerint 5,7 százalék körüli növekedés várható. A felzárkózás kezdeti éveiben tehát a GDP – átlagosan mintegy 5,0 százalékkal növekedett évente. Jelenleg még csak a felzárkózási folyamat kezdetén járunk, s mélyreható következtetések levonása ilyen rövid időintervallummal a hátunk mögött felelőtlenség lenne. Mégis úgy véljük, az eddig tapasztalatok optimizmussal tölthetnek el bennünket a felzárkózás tekintetében. Az elméleti eredmények és a hazai növekedési ütem összevetése alapján egyáltalán nem tekinthető irreálisnak az a feltételezés, hogy a felzárkózás az EU jövedelmi átlagát meghaladó jövedelemszintre történik. Figyelembe kell vennünk ugyanakkor azt is, hogy a súlyos transzformációs válságból való kilábalást a foglalkoztatás jelentős növekedése (2000-ben 1996-hoz képest több mint 6 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak száma) kísérte, s ez a magas növekedési ütemben rendkívül jelentős szerepet játszott. A közeljövőben azonban ezen a területen további dinamikus emelkedésre már aligha történhet. Az elméleti összefüggéseken túlmenően ez is azt valószínűsíti, hogy az elkövetkező években a növekedési ütem fokozatos csökkenésére kell számítanunk. A mi helyzetünkben azonban a 4 százalékhoz közeli növekedési ütem nem a felzárkózás elakadását jelenti, hanem azt az ütemet, amelyre a jelenlegi fejlettségi szintünk alapján a felzárkózás kezdeti periódusában reálisan számíthatunk.

### *Felhasznált irodalom*

- Barro, R. J. – Sala-i-Martin, X. 1992: Convergence. *Journal of Political Economy*, 100, 2, 223-251. o.
- Barro, R. J. – Sala-i-Martin, X. 1995: *Economic Growth*. McGraw-Hill, New York.
- Barro, R. J. 1997: *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*. MIT Press, Cambridge.
- Dedák I. 2000: A gazdasági felzárkózás növekedéseméleti összefüggései. *Közgazdasági Szemle*, 6, 411-430. o.
- Erdős T. 2000: A fenntartható növekedés néhány elméleti és gyakorlati problémája. *Külvgazdaság*, 7-8, 4-14. o.
- Jones, I. C. 1997: *Introduction to Economic Growth*. McGraw-Hill, New York.
- Mankiw, G. – Romer, P. – Weil, D.N. 1992: A Contribution to the Empirics of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 107, 2, 407-437. o.

- Mankiw, G. – Elemendorf, W. 1998: *Government Debt*. National Bureau of Economic Research Working Paper, NBER, Cambridge.
- Romer, D. 1996: *Advanced Macroeconomics*. McGraw-Hill, Boston.
- Valentinyi Á. 2000: Gazdasági növekedés, felzárkózás és költségvetési politika egy kis nyitott gazdaságban. *Közgazdasági Szemle*, 6, 391-410. o.

# Pénzpolitika, megtakarítás és közösségi döntések

Csillik Péter<sup>1</sup>

A globalizálódó világ az elektronikai forradalom körülményei között ismét esélyt ad hazánknak, hogy a félperifériából okos együttműködés esetén félcentrum országgá váljon. A multinacionális vállalatokkal úgy lehet hosszú távon hatékonyan együttműködni, ha erős beszélőtői háttérrel építünk ki. Ennek feltétele a hazai megtakarítások ösztönzése megfelelően magas (a gazdasági növekedési ütemhez és a felhalmozott vagyonhoz igazodó) kamatlábbal, ami viszont rövid távon valamelyest fékezi a növekedést. Nem tudhatjuk, hogy melyik pártformáció tekinti a fenntartható növekedést alapvetőbbnek, mint a gyors növekedést, csak azt tudhatjuk, hogy a választók fognak erről szavazni 2002-ben is. Nem tudhatjuk, hogy ki megy el szavazni, de sejtjük, hogy ebben szerepet játszik egy egyszerű képlet szerint jövedelmének közpénzhányada, szociológiai csoportjának nagyságrendje és iskolázottsági foka. Még kevésbé tudjuk, hogy melyik pártot választja a szavazó, de azt tudjuk, hogy a hatalmi skálán elfoglalt hely együtt jár azzal, hogy transzferben érdekelt-e vagy adómérséklésben, hogy a születés- vagy a halálszabályozásban érdekelt, hogy mi az általános viszonya a rövid távú áldozatokhoz, ha annak terhét nagyjából a másik fél fizeti.

A tanulmányban két kérdésre koncentrálnak: az első részben azt kívánjuk bemutatni, hogy a megtakarítások miként függenek a kamatlábaktól vagyonnevelő és vagyonnevelő gazdaságok esetén, és miért indokolt, hogy rövid távú növekedésmaximáló gazdaságpolitika helyett a fenntartható növekedést szolgáló, megtakarítás-ösztönző gazdaságpolitika érvényesüljön. A következő részben a közösségi döntések elmélete segítségével azt vizsgáljuk meg, hogy demokratikus berendezkedésű országokban mitől függ, hogy versengő gazdaságpolitikai koncepciók közül melyik kap a választáson politikai támogatást a szavazóktól.

*Kulcsszavak:* transzformációs és tranzakciós költségek, megtakarítási modell, közösségi döntések, jóléti kiadások

## 1. Bevezetés

A pénzpolitika a gazdaságpolitika része, a fogalom szerencsés abból a szempontból, hogy elmossa a különbséget a monetáris és fiskális politika között, kifejezi a részpolitikák közötti összehangolás iránti igényt. A magyar gazdaság klasszikusan félperiféria, az volt 1000 évvel ezelőtti születésekor, és az jelenleg is. Nomád gazdálkodók voltak őseink, amikor Európában már fejlett feudális gazdálkodás folyt.

---

<sup>1</sup> Dr. Csillik Péter, vezető közgazdász, Magyar Bankszövetség (Budapest)

Feudális gazdálkodásunk újbóli megerősödésekor éppen a kapitalista gazdálkodás bontakozott ki nyugaton, amikor a magyar lengyel majorsági árutermelés annak hatására újraéledt a XVIII században, agrárszállítók lettünk az iparosodott Európában. A magyar kapitalizmus újbóli és sikeresnek tűnő bevezetése napjainkban (második kapitalizmus) hasonló helyzetet eredményez, informatikai forradalom robog szerte a világban, a félperifériás magyar gazdaság számára megnyílt a lehetőség, hogy ebbe beszállítóként részt vegyünk, nagy kihívás, ha sikerül, akkor ezer év után először szerepet válthatunk, mi leszünk bent, és mások maradnak kívül.

Mi a mostani világhelyzet ebből a szempontból? A globalizálódó informatikai világ úgy szervezi magát, hogy – mint egykor a XVI-XVIII században – lerúgja magáról az állami kötöttségeket, „széttépi a tarka-barka hűbéri láncot”, hogy a negyvenes éveiben járó korosztály által ismert megfogalmazással éljek, kilép az állami kötöttségekből, ahogy csak teheti. Ha magas az adók anyaországban mondja az anyavállalat, akkor majd máshol termeltetek, ahol jobban a kedvemben járnak. A tervrajzot New Yorkban vagy Londonban készítik, de indonéz vagy lengyel munkás végzi az összeszerelést, ahol éppen a legolcsóbb a munkaerő. Ha valahol bajt szimatolok, legyen a kockázat gazdasági vagy politikai, akkor háromezer kilométerrel is arrébb vihetem a tőkét, ha semmi nem szól ellene. Mi az, ami ellene szólhat?

Az intézményi gazdaságtan kétféle – nagyságrendileg azonos – költséget ismer: transzformációs költséget és tranzakciós költséget. A transzformációs költség azt jelöli, hogy mibe kerül egy vasdarab meghajlítása, vagy egy anyacsavar felcsavarása. A tranzakciós költség ennél bonyolultabb, lényeges eleme a szervezés és ellenőrzés. Ha valahová berendezkedtek a multinacionális vállalatok, akkor előbb-utóbb megkezdődik a beszállítói hálózat kiépülése is, a kisvállalkozó garázsában gyártanak ajtókilincset, a nagyüzem ad bérbe présgépet, egyeztetik, hogy milyen minőségbiztosítási audit kell a beszállításhoz, és milyen sebességgel kell felfuttatni valamilyen részegység gyártását, illetve átállni egy másik típus másféle beszállításához. Új autót hoz ki a Suzuki, Komáromban gyorsan felseprik a házi műhelyeket, új célszerszám kerül kihelyezésre, megváltozik a család napirendje, mivel most napi húsz órában kell egy hétig dolgozni, mivel megugrott a francia háziasszonyok kisautó iránti kereslete. Minél jobban kiépültek a rugalmas beszállítói kapacitások, annál jobban kötődik a multi egy félperifériás országhoz. Itt kezdődik félperifériás ország pénzpolitikája.

Ha egy országban jól kiépültek a beszállítói kapacitások, akkor van esély, hogy a magas szervezési és ellenőrzési költségekre tekintettel ne rohanjon el a multi, ha máshol kedvezőbbnek látszik, mondjuk a bérköltség. A tranzakciós és a transzformációs költséget együtt mérlegelve a képzett munkán és korszerű információs, ingatlan és műszaki technikán múlik, hogy megéri-e arrébb menni pár fillér transzformációs költségért vagy sem. Miből lesz a kis- és középvállalkozóknak tőkéje? A tőke bizony megtakarításból keletkezik, mégpedig a kis- és középvállalkozók tőkéje hazai megtakarításból. Nem feltétlen a vállalkozónak kell megtakarítani, de nem valószínű, hogy holland tőkét helyeznek ki Kiskunfélegyházára, Kovácsék garázsbo-

vítésére. Ennek érdekében megfelelő mértékű kamatlábbal serkenteni kell a megtakarításokat, és megfelelő szabályozással el kell érni, hogy a bankok ne élhessenek azzal a lehetőséggel, hogy a forrásaikból állampapírt vásárolnak munka és kockázat nélkül, miközben a kisvállalkozások tőke hiányában nem képesek kellő ütemben fejlődni.

## 2. Megtakarítás és kamatpolitika

Ebben a fejezetben megvizsgáljuk, hogy a megtakarítások miként függnek a kamatlábaktól vagyonnefejtett és vagyonnefejlődő gazdaságok esetén, és miért indokolt, hogy rövid távú növekedésmaximáló gazdaságpolitika helyett a fenntartható növekedést szolgáló, megtakarítás-ösztönző gazdaságpolitika érvényesüljön

### 2.1. A megtakarítási modell ismertetése

Az ember a megszerzett jövedelmét részben elfogyasztja, részben megtakarítja. Meglehetősen elfogadott az az elképzelés, hogy a megtakarítási döntés meghozatalakor szerepet játszanak a következő tényezők: reálkamatláb, növekedési ütem, felhalmozott vagyon, életkor. Az általunk alkalmazott modellben a fogyasztónak nincs előre meghatározott elgondolása egész életére vonatkozóan, mindig csak egy évre lát előre. A dinamikus megtakarítási modellekről jó összefoglalást kaphat az olvasó Simonovits (1998) könyvéből, a jelen modell eltér az irodalomból ismertektől. Összeveti, hogy mikor jár jobban, akkor, ha éves jövedelmét elfogyasztja, vagy ha egy részét megtakarítja. Az egyes évek alatt így kialakul valamilyen vagyontömeg is. A döntéshozó úgy véli, hogy ha magasak a kamatlábak, akkor érdemes többet megtakarítani, mivel a kamattal növelt jövő évi fogyasztási lehetőség ezzel nagyobb lesz, mintha most felélné éves jövedelmét, vagy elköltené egész vagyonát. A jövedelemnövekedés kapcsán ezzel ellentétes a vélekedése, ha holnap nem lesz jövedelme, akkor célszerűbb, ha ma félretesz belőle, hogy a jövő évi és a mostani fogyasztásának együttes haszna maximális legyen. A megtakarítások folyamatosan vagyonná alakulnak át, és kamattal emelten bővülnek. A döntéshozó látja ezt, és figyelembe veszi döntésének meghozatalakor. Végül, nem kíván 45 munkában töltött év után többet megtakarítani, vagyonnefejlésbe kezd bele. A döntéshozó úgy gondolja, hogy a fogyasztás határhazna csökkenő. Haszonfüggvényéről csak annyit tételezünk fel, hogy az valamilyen gyökös függvény, azaz a kitevő lehet  $\frac{1}{2}$ , vagy  $\frac{1}{3}$ , vagy  $a$  ( $a < 1$ ). A modellnél azt a trükköt alkalmazzuk, hogy összevetjük a való világban található vagyon/jövedelem értékeket a kamat és növekedési ütem értékekkel, és ennek megfelelőképp kívánjuk számításal meglelni az empirikusan érvényes hatványkitevőt. Röviden a következőkről szölunk:

- Leírjuk a modellt egyszerű formában és megvizsgáljuk, hogy milyen megtakarítási pálya adódik, ha a haszonfüggvény kitevője  $\frac{1}{2}$ ,  $\frac{1}{3}$ , illetve  $a$ .



- Röviden elemezzük nemzetközi adatokkal a megtakarítási pályákat, állandó kamatláb és növekedési ütemek mellett.
- Ezután feloldjuk az állandó növekedési ütem és kamatláb feltételezését, és az 1989-1999 közötti magyar jövedelem és kamat adatokkal léptetjük a modellt, vizsgálván, hogy miként tér el a modell által adott előrejelzés a tényadatoktól.
- Végül következtetéseket fogalmazunk meg arról, hogy a jelenlegi hazai kamatláb mellett milyen vagyompálya várható a következő öt-tíz évben.

A modell felépítésekor szemléletessé válik az elgondolás, ha az alkalmazott haszonfüggvény esetén előbb 0,5-ös kitevővel számítom a vagyompályát. A döntéshozó az első évben nem rendelkezik vagyonnal, csak folyó jövedelme van, amit egységnyiinek tekintünk. Az, hogy az első évben nincs vagyon nem ellentétes a tényekkel. Nemzeti szinten ez volt a helyzet 1989-ben, amikor a háztartások nettó pénzügyi vagyona éppen csak a készpénzállománynak felelt meg. Egyéni szinten sem lehetetlen az elképzelés, a pályakezdőnek nincs felhalmozott vagyona. Történetileg visszatekintve az eredeti tőkefelhalmozás idején lehetett hasonló a helyzet. Valójában nem nagyon fontos számunkra a modell pontos megfeleltetése a valóságnak, csak azt jelezzük, hogy a zérus háztartási vagyon nem abszurd. Az egységnyi jövedelemmel rendelkező döntéshozó feladata, hogy – naiv várakozással – egybevesse az ezévi és jövő évi fogyasztási lehetőségeket, és a két évi összhasznót együttesen maximalizálja.

Legyen a megtakarítás értéke  $S$ , legyen a kamatláb értéke  $R$  (ekkor  $R=1+r$ , vagyis ha az éves kamatláb  $r=5$  százalék, akkor  $R=1,05$ ), valamint legyen a következő évi jövedelem értéke  $G$  (ekkor  $G=1+g$ , ha a jövedelemnövekedés  $g=4$  százalék, akkor  $G=1,04$ ). Az első évben tehát  $G=1$  jövedelméből nem fogyaszt el  $S$ -t, viszont a következő évben ennek az  $R$ -szeresét, azaz  $RS$ -t kapja vissza. A jövő évben azonban a jövedelem is növekszik, így a másodikévi fogyasztási lehetősége  $G+SR$ . A feladat a két év együttes hasznának maximalizálása, ami deriválással megoldható, és az első évre azt kapjuk, hogy

$$S = \frac{R^2 - G}{R^2 + R} \quad (1)$$

Az (1) egyenlet alapján a növekvő kamatlábak mellett emelkedik a megtakarítás, míg a jövedelem növekedése csökkenti azt. Ha a jövedelmek jobban csökkennek, mint a kamatláb, akkor negatív reálkamat és jövedelemzsugorodás mellett a növekvő megtakarítás nem kivétel, hanem szabály, mint azt később a magyar adatok elemzésekor látni fogjuk. A következő évi megtakarítás esetén az egyenlet gazdagabb lesz, mivel a bal oldali tag kiegészül az előző évi vagyonnal, a jobb oldal pedig szintén bővül ennek a vagyonnak a kamatokkal növelt értékével. A jövedelem induló helyzetben  $G$  lesz, míg a következő évben  $G^2$ . A kamatláb nem változik.

Nem terhelve a matematikai részletekkel az olvasót, végül azt nyerjük, hogy az  $i$ -edik évben a  $w_i$  jövedelemarányos vagyon egyenlete  $R$  egységgel növelt reálkamatláb, és  $G$  egységgel növelt növekedési ütem mellett:

$$w_i = \frac{Z \cdot (1 - \frac{(R+F)^i}{G^i})}{1 - \frac{R+F}{G}} \quad (2)$$

ahol  $F = (R^2 - R)/(R^2 + R)$  és  $Z = (R^2 - G)/(R^2 + R)$ .

A (2) eredmény jobb megértéséhez nézzünk egy-két egyszerű példát! Mekkora lesz a jövedelemarányos vagyon, a második, a tizedik és a harmincadik évben, ha  $R=1,035$ ,  $G=1,020$ ? Ekkor  $Z=0,0243$  és  $F=0,0172$ . Az eredmények:  $w^2=0,05$ ,  $w^{10}=0,28$  és  $w^{44}=2,25$ .

Az értelmezése a  $w$  számoknak az, hogy egy vagyontalan pályakezdő a második évben megközelítőleg kétheti jövedelemének megfelelő vagyonnal rendelkezik, egy évtizednyi munka után negyedévi jövedelmet valamelyest meghaladó a vagyona, míg a nyugdíjba vonulás időpontjában kicsivel több mint két évi jövedelmet ér el a vagyona.

Nem tudjuk azonban, hogy mennyi a társadalom egészében a vagyonarányos jövedelem. Ehhez további feltételezésekkel kell élni, egyfelől arra vonatkozólag, hogy a társadalom mennyire érett, vagyis mostanában kezdődött csak a háztartások felhalmozása, vagy már több mint egy évszázada gyakorolják ezt? Tudnunk kell, hogy a nyugdíjba menetelt követően milyen hamar éli fel a megtakarításait a vagyontulajdonos, azonnal feléli, vagy akár húsz évig folyamatosan éli fel? Tudnunk kell, hogy milyen lehet azok aránya, akik örökölni hagynak pénzt a gyerekeiknek.

A fejlett gazdaság a megtakarítások a szempontjából úgy definiálható, mint olyan gazdaság, ahol már igen régóta rendelkeznek a háztartások nettó pénzügyi vagyonnal, és a jövedelemarányos pénzügyi vagyon állandó kamat-, növekedési, és demográfiai pálya esetén nem változik. Ha mindegyik háztartás a negyvenötödik évben elérte a megtakarítási csúcst és utána feléli a vagyonát, akkor mennyi a társadalom átlagos jövedelemarányos vagyona? Ha a negyvenötödik évben azonnal feléli vagyonát, akkor a 45 éves időszak átlagos vagyon a csúcsvagyon fele volt. Ha viszont még 15 évig él a csúcsvagyon megszerzése után, és egyenletesen éli fel vagyonát, akkor a csúcsvagyon kétharmada lesz a jövedelemarányos megtakarítás, mivel  $(45+15)/(2*45)=2/3$ . Inaktív háztartás nem járul hozzá a jövedelemtermeléshez, de lehet tőkeőrző funkciója, ez okozza a különbséget.

Az is következik ebből, hogy ha nő a nyugdíjas korban eltöltött évek száma és a tőkeőrzés is, akkor a csúcsvagyon magasabb hányada lesz a jövedelemarányos vagyon. Éppígy, ha nő az aktív kor és az inaktív kor is, akkor még nagyobb lesz a ráta értéke. (Más lesz a helyzet majd olyan országban, nevezzük ezeket vagyonfejlődő országoknak, ahol kiindulásképp éppen zérus volt a háztartások nettó pénzügyi vagyona.) Végül is melyik hasznossági függvény az, ami mellett a vagyon/jövedelem arány 2-es értékű lesz, ha éppen 45 aktív és 15 időskorú inaktív korról számolunk? Az eddigi számítások azt valószínűsítik, hogy az  $1/2$ -es vagy  $1/3$ -os kitevők megfelelő értéket adhatnak.

## 2.2. Hazai tapasztalatok az 1990-es évekből

1989-ben nem volt számottevő nettó pénzügyi megtakarítása a háztartásoknak, így tegyük fel, hogy 1990-ben kezdtek először megtakarítani. Tegyük fel, hogy 1990-2000 közötti időszakban nem változott a lakosság jövedelme és a reálkamatláb 2 százalékos volt az időszak egészében. Ha eltekintünk attól, hogy az aktív pályát elhagyók abbahagyták a megtakarítást, akkor durva közelítésként  $G=1$ ,  $R=1,02$  mellett  $\frac{1}{2}$ -es kitevővel  $w^{10}=0,23$  és  $\frac{1}{3}$ -os kitevővel  $w^{10}=0,28$  adódik. Mivel nincs akadálya, hogy az első részben leírt képletet változó  $R$  és  $G$  kamatlábakra és növekedési ütemekre alkalmazzuk, ezért hozzákezdünk az adatok egyenkénti léptetésével a megtakarítási pálya rekonstrukciójához. A változó inflációs környezetben nem könnyű kiválasztani a kamatlábat és az inflációt sem, úgy, hogy ezek valamilyen jelentéssel is bírjanak, vagyis a fogyasztó racionálisan ehhez mérje viselkedését. Ebben a tanulmányban a 90 napos diszkont kincstárjegy éves hozamát vizsgáljuk, és előre tekintő inflációt alkalmazunk. Nincs olyan kamatláb, ami jó lenne, mivel igen sokféle pénzbeli megtakarítás van, és főleg volt az évtized egészében, kevés volt olyan, ami mindvégig létező forma volt, és nem kevesen vásárolták. A diszkont kincstárjegy főként az évtized elején volt népszerű eszköz, de ma is vásárolják. Nem egyszerű a deflátor megválasztása sem, mivel mindenki valamilyen várakozással él az infláció természetét illetően, de nem egyértelmű, hogy várakozása milyen: naiv vagy racionális. Ebben a tanulmányban feltételezzük, hogy eltalálta a ténylegesen bekövetkező inflációt, azaz racionális várakozást tételezünk fel.

1. táblázat A magyar háztartások nettó pénzügyi vagyonát befolyásoló tényezők (1990-2000)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GDP	0,97	0,88	0,97	0,99	1,03	1,02	1,01	1,05	1,05	1,04	1,06
vagyon/GDP	0,13	0,27	0,30	0,29	0,31	0,32	0,35	0,41	0,43	0,45	0,43
vagyon/GDP változása	–	0,14	0,03	-0,01	0,02	0,02	0,03	0,05	0,02	0,02	-0,02
90n diszk.kj nominális kamata	0,31	0,34	0,21	0,18	0,28	0,32	0,23	0,20	0,18	0,14	0,11
90n diszk.kj reális kamata	0,97	1,09	0,99	0,99	1,00	1,07	1,04	1,05	1,07	1,04	1,02

Forrás: saját szerkesztés az MNB Éves jelentései alapján.

Az 1. táblázat mutatja egy elsődleges durva sűrítését a kiinduló adatoknak és eredményeknek.

- A tábla felső sora tartalmazza a GDP éves változását az elmúlt 10 évben. Az értékek összeszorzásával látható, hogy csak 2000 évben haladtuk meg a múlt rendszer csúcshintjét.

- A második sor a háztartások nettó pénzügyi vagyona a GDP arányában. Míg az évtized elején ez az érték mindössze a GDP 1/8-át tette ki, addig a jelenlegi kb 44 százalékos érték igen szép eredménynek minősíthető. Ha 1990-1999 időszakban a jövedelem összességében nem változott, miközben a vagyonarány 3,5-szeresére nőtt, akkor ezt a hatást tulajdoníthatjuk a reálkamatlábnak is. Az átlagos GDP arányos nettó megtakarítási ráta így évi 3 százalékosnak adódik, mivel  $0,13 + 10 \cdot 0,03 = 0,43$ .
- A harmadik sor az előző sorban lévő adatok különbségét tartalmazza, vagyis azt, hogy miként változott a vagyonarányos GDP az egyik évről a másikra.
- A negyedik sor a 90 napos diszkont-kincstárjegy nominális kamatait mutatja.
- Az ötödik sor a 90 napos diszkont-kincstárjegy reális kamatait tartalmazza.

A kumulált (10 év alatt összeszorozott) reálkamatláb 35 százalék volt, vagy átlagosan évente nagyjából 3 százalék. Kicsit leegyszerűsítve úgy jellemezhető az elmúlt évtized megtakarítási szempontból, hogy változatlan jövedelem mellett a megtakarítási ráta és a reálkamatláb egyaránt 3 százalékos volt évente. Ha a jövedelem nem változik, akkor a kamatlábbal azonos nagyságú a megtakarítási ráta. A jelenlegi adatok azonban azt is lehetővé teszik, hogy a jövedelemcsökkenési, a lassú és gyors jövedelememelkedési szakaszokat elkülönítsük és külön-külön vizsgáljuk meg. Ránézésre is látható, hogy gyors jövedelemcsökkenés esetén erősen nőtt a megtakarítás, míg gyors jövedelememelkedés esetén a megtakarítás mérséklődik. Még egyszer, ha az átlagos reálkamat 3 százalék volt, az átlagos növekedési ütem pedig 0, akkor az évtized alatt 0,13-as induló vagyonarány mellett  $0,13 + 10 \cdot 0,03 = 0,43$ -as érkezőkori vagyonszintet várunk, ami csaknem egybeesik a tényleges értékekkel.

Gazdaságpolitikailag tehát 2000 őszén az a helyzet, hogy a kormányzatnak dönteni kell arról, hogy kicsiny kamatláb mellett gyors növekedést vagy magasabb kamatláb mellett olyan lassúbb növekedést választ, amely mellett lehetségessé válik, hogy kiépüljön egy kis- és középvállalkozói kör. A hazai kisvállalkozói kör nem külföldi hiteltől fog beruházni, tőkét képezni, annak forrása hazai megtakarítás lehet. A globalizálódás előnyeit élvezni, és veszélyeit csökkenteni úgy lehet, ha a betelepült tőke továbbvándorlását tartalmilag fékezzük úgy, hogy költségesebbé tesszük a kilépést. Ha az itt termelő multinacionális vállalatok mögött korszerű, kellő mértékben kiépült hazai beszállító hálózat áll, akkor ez fékezi az esetleges kilépési szándékot, mivel igen sokba kerül, ha egy felkészületlen országban ismét ki kell építeni a beszállítói kört. A tőkekivándorlás legjobb ellenszere a jól kiépült (tőkegazdag) beszállítói kör. A hosszú távú érdek ezért a „magasabb kamatláb – lassabb növekedés” párossal jellemezhető. Ha a kamatláb „lemarad” a növekedési ütemtől, akkor ennek hatására a gazdaság sérülékennyé válik, mivel nincs elem, ami idekösse a különben szabadon vándorló nemzetközi tőkét. A globalizmus pozitív hatásainak kihasználása nem teszi lehetővé azt, hogy az „alacsony kamatláb – magas növekedés” opciót válasszuk. A tőkeimportőr országban a gazdaságpolitika célfüggvényévé kellene váljon, hogy a belső megtakarítást segítse a kamatláb.

### 3. Választás versengő gazdaságpolitikák között demokráciában

Ebben a fejezetben a közösségi döntések elmélete segítségével azt vizsgáljuk meg, hogy mi a gazdaságpolitika tágabb környezete, vagyis a politikai döntésekről mit mond a közösségi döntések elmélete, illetve demokratikus berendezkedésű országokban mitől függ, hogy versengő gazdaságpolitikai koncepciók közül melyik kap a választáson politikai támogatást a szavazóktól.

#### 3.1. Kik mennek el szavazni?

A közösségi döntések elmélete szerint a politika a piackudarcok korrigálására hivatott, ám gyakorta azt kormányzati kudarcokkal tetézi (Stigler 1989). A politika döntően a közpénzügyeket jelenti, ahol is döntenek arról, hogy milyen mértékben csapolják meg (főként adó formájában) az egyéni jövedelmeket, és a begyűjtött pénzt részben transzferekre, részben közjavak nyújtására fordítják. Az, hogy milyen legyen a bevételi-kiadási struktúra, a politikai választásokon dől el, amit hazánkban négy évente tartanak. Jelen tanulmányban a „megtakarítás ösztönző *versus* gyors növekedés” típusokkal jellemeztük a gazdaságpolitikát, erről is szavazni fognak a szavazók. Az első kérdés, hogy kik a szavazók a választásra jogosultak közül, a második kérdés, hogy mire szavaznak a szavazók?

Nem tudjuk azonban, hogy melyik párt írja majd zászlajára a kiegyensúlyozott növekedést és melyik a gyors növekedést. Nézzük meg ezt egy kicsit részletesebben! A közösségi döntések elmélete röviden úgy fogalmaz, hogy a politika feladata azon közjavak (beleértve a transzfereket is) biztosítása, amire az egyének önként nem hajlandóak. A közjavak és transzferek biztosítása csak úgy lehetséges, ha az állam adót vet ki az egyénekre, és ezt költi el közjavakra. A politikusok feladata, hogy feltárják az egyének közjavakra vonatkozó preferenciáit, a bürokraták feladata, hogy a keresletnek megfelelő közjavakat kínálják cserébe a választópolgárok szavazataiért, illetve a lobbik által nyújtott kampánypénzért. A politikusok célfüggvénye: újraválasztási esélyeik növelése, míg a bürokraták hivatali hatalmukat kívánják növelni azzal, hogy mind több közpénz felett kívánnak diszponálni. A közösségi döntések elmélete első kérdése az, hogy racionális egyének miért mennek el választani, amikor egyenként csak igen kis mértékben járulnak hozzá ahhoz, hogy az általuk várt kimenettel végződjön a választás. Ha például egy egyén számára 0,8 millió Ft különbséget jelent, hogy az „A” vagy „B” párt győz a választáson (ennyit nyerhet, mondjuk, adócsökkentő párt hatalomra kerülésével), akkor biztosan elmenne választani, ha az ő szavazata döntene el a választások kimenetelét. De 8 millió választópolgár van, így annak esélye, hogy épp az ő szavazata lesz az, ami eldönti a választás kimenetelét, meglehetősen kicsi, 1/8 millió. Mivel pedig a teljes nyeresége mindössze 0,8 millió Ft lenne, így az esélyekkel súlyozott nyereség mindössze 10 fillérre tehető. Ha pedig csak 10 fillérnyi részvételének hatása az eredményekre, akkor érdemesebb otthon maradni vagy kirándulni, mint szavazni menni. Az emberek

jelentős része azonban mégiscsak elmegy szavazni, miért? Ezt hívják szavazási paradoxonnak.<sup>2</sup> Máshogy megközelítve a kérdést, valamit hozzá tudunk fűzni a kérdéshez.

Ha a választás a közpénzekről szól, akkor logikusnak hangzik, hogy minél inkább érintett valaki a közpénzekben, annál inkább elmegy szavazni. Kétféleképp lehet valaki érintett, vagy sok adót fizet a jövedelméhez képest, vagy jövedelmének jelentős része származik jóléti transzferekből. A választásra jogosultak közül nagyobb arányban mennek el szavazni azok, akik jövedelme nagyobb mértékben függ közpénzektől (akár adók, elvonások, akár támogatások formájában). Ha megvizsgáljuk azokat az országokat, ahol nem büntetik az urnáktól való távolmaradást, és összevetjük a transzferekbeli arányával, akkor azt kapjuk, hogy minél nagyobb a transzferek részaránya, annál nagyobb adott ország polgárainak szavazási hajlandósága. Nézzük meg azon országokban a szavazási részvételt, ahol nem szankcionálják a távolmaradást! (Olaszországban, Ausztráliában, Görögországban, Costa Ricában, Belgiumban, Uruguayban, Venezuelában bírságok, büntetések és speciális adók kiállításba helyezésével eredményesen ösztönzik részvételre a polgárokat, mi nem ezekkel az országokkal foglalkozunk.) A 2. táblázat 1958-76 közötti átlagos választói részvételt veti egybe a (kicsit későbbi) jóléti kiadások arányával, és azt látjuk, hogy van kapcsolat a két tényező között.

2. táblázat Választói részvétel és a jóléti kiadások összefüggése néhány országban

Ország neve	Választói részvétel (százalék)	Jóléti kiadások a GDP százalékában
USA	59	19
Franciaország	70	33
Japán	71	16
Kanada	71	26
Nagy-Britannia	74	29
Írország	75	26
Norvégia	82	34
Finnország	84	33
NSZK	84	27
Svédország	86	40
Dánia	87	36
Ausztria	89	30

*Forrás:* saját szerkesztés Johnson (1999) és Csaba-Tóth (1999) alapján.

Az alacsony részvételt mutató hat országban az átlagos részvétel 70 százalék és 25 százalékos a jóléti kiadások részaránya, míg a magas részvételt mutató országok részaránya 85 százalék és 33 százalékos a jóléti kiadások részaránya. Akik von-

<sup>2</sup> A modell problémáiról jó áttekintést nyújt Csontos (1999).

zódhatnak az empirikus szabályszerűségek kereséséhez azok a nemzetközi adatok figyelembevételével úgy definiálhatnák a választói részvétel arányát, hogy a társadalom egyötöde mindenképp elmegy szavazni, felette pedig minden egy százaléknyi jóléti kiadás 2 százalék szavazásra jogosultat visz az urnához, vagy azért, hogy több transzferre, vagy azért, hogy kisebb elvonásra voksolhassanak.

Nemcsak országok között igaz ez a kijelentés, de országon belül is. Elmennek szavazni a nyugdíjasok, akiknek jövedelme teljes mértékben a transzferektől függ, elmennek szavazni igen nagy számban a középkorú módosabbak, akik jövedelméből sokat lecsíp az adó, és csekély mértékben mennek el azok, akikről sem el nem vesznek és nem is kapnak túl sokat jövedelmükhöz képest, ezek a fiatalabb és/vagy kisebb jövedelemmel rendelkező munkavállalók. Jelöljük  $k$ -val az egyéni jövedelem közpénzhányadát.

Nem a jóléti kiadási hányad az egyetlen meghatározója a szavazási hajlandóságnak. Feltevésünk szerint helyes a közösségi döntések elméletében, hogy a potyautas magatartással magyarázza, hogy miért nem érdemes elmenni szavazni az egyéneknek, de nem vizsgálja azt, hogy mennyire potyautas valaki. Ezt úgy is értelmezhetjük Aronson nyomán, hogy minél kevesebben vannak egy adott szituációban, annál nagyobb a felelősségük a csoportért. A szavazás tehát olyan tevékenység, amit el is lehet bliccelni, lehet potyautasként viselkedni. Állításunk szerint annál „potyautasabb” valaki, minél többen tartoznak abba a csoportba, amelynek ő is tagja. Ha valaki olyan csoportba tartozik, amibe a potenciális szavazók negyede, akkor inkább elmegy szavazni, mint aki olyan csoport tagja, amibe a szavazókorúak harmada tartozik. Jelölje  $a$  a relatív csoportméretet, így „szavazékonysága”  $(1-a)$  függvényében változik. (Amerikai elemzésekből tudjuk, hogy számos kisebb csoportban magasabb a szavazási hajlandóság, mint a nagyobb csoportokban. USA-beli empirikus eredmények jelzik például, hogy a spanyolajkú szavazók, a csekély számú agrár-népesség, kisvárosi körzetek stb. esetén jóval magasabb a részvételi arány, mint nagycsoportok esetén.)

Hipotézisünk szerint minden egyénhez egy egyszerűen számítható  $v$  szavazási valószínűség rendelhető, azaz:

$$v = k * (1 - a), \quad (3)$$

vagyis minden egyén attól függően megy el szavazni, hogy jövedelme milyen mértékben függ a közpénzektől, illetve csoportja relatív méretéből következik a potyautás ellentétének megfelelő fizető-utassága. Természetesen  $v$  értéke 0 és 1 közötti szám. Nézzünk két illusztrációt! Ha a nyugdíjas jövedelme teljes mértékben a közpénzektől függ, akkor  $k=1$ , míg a nyugdíjasok szavazó korúakon belüli létszámaránya  $a=0,25$ , így annak valószínűsége, hogy a nyugdíjas szavazni megy  $v=1*(1-0,25)=0,75$ . Az 1990-es választásoknál 100 nyugdíjasból 74 ment el szavazni, így ez elég jó eredmény. Ha az agyontámogatott amerikai farmert vizsgálánk, aki jövedelmének  $k=80$  százaléka függ az agrártámogatásoktól, és az agrár-népesség aránya az összlakosságon belül  $a=3$  százalék, akkor farmer szavazékonysága  $v=k*(1-a)=0,8*(1-0,03)=0,78$ . Később ezt a képletet gazdagítjuk.

Tovább bővíthetjük modellünket a szavazási költségekkel, ami azt jelenti, hogy mekkora erőfeszítést kell tenni az állampolgárnak, hogy kiismerje magát a pártok kampányszövegében. Minél magasabb az iskolázottsága a családfőnek, annál könnyebben igazodik el a politikai információs dzsungelben a szavazó. Nem tekintettük eddig a *képzettséget mint szavazati tényezőt*. A szavazás költségei között szerepel a tájékozódásra szánt idő. Minél magasabb a végzettsége valakinek annál kisebb költséget jelent számára a tájékozódás. Ha ilyen tényezőt is figyelembe akarunk venni, akkor az alkalmas szorzótényező lehet az elvégzett iskolai évek számának és a szavazónépesség által átlagosan elvégzett iskolai évek számának hányadosa, jelöljük ezt  $i$ -vel. (Legyen az átlagérték 10 év, így ha szavazónk érettségizett, azaz 12 évet végzett, úgy  $i=12/10=1,2$ .) Ezzel a szavazói valószínűség a következőképpen alakul:

$$v = k * (1 - a) * i. \quad (4)$$

Nézzük ezután, hogy szociológiai érdekhelyzetük alapján hányan és mire szavaznak a tehetősebbek, illetve a kevésbé tehetősek. Ha leegyszerűsítve nézzük az országokat, akkor népességük  $\frac{1}{3}$ -a gazdagabb,  $\frac{2}{3}$ -a szegényebb, de a kisebb egységekből álló gazdagabbak azonos közpénzhányad esetén inkább elmennek szavazni, míg az aktív szegényebbek alacsony közpénzhányad és a nagycsoport miatti potyázó magatartással nem mennek el szavazni, így az urnák előtt végül csaknem egyforma létszámú az  $\frac{1}{3}$ -os gazdag és a  $\frac{2}{3}$ -os szegény körből érkező szavazók száma. (Tegyük fel, hogy a gazdagoknál az átlagos  $k=0,33$ ,  $a=1/3$ , így  $v=0,66*(1-1/3)=4/9$  és ez a szavazók számával szorozva megadja a gazdagpárt szavazói hányadát, amit  $GP$ -vel fogunk jelölni, vagyis

$$GP = a * v, \quad (5)$$

ennek értéke számpéldánkban  $GP=4/27$ .

Szegénypártnál  $k=0,33$  mellett (a szavazói hányadot most  $SZP$ -vel jelölve és (5) alapján számolva)  $SZP=a*v=0,66*0,66*(1-0,66)=4/27$  adódik szintén. Azaz a két párt azonos számban vesz részt a választáson, bár egyikük potenciális hívei éppen kétszer annyian vannak, mint a másikéi. Illusztráló példánkban azonosnak tekintettük  $k$  értékét, ami a gazdagoknál adókulcsot, míg a szegényeknél támogatáskulcsot jelent.

Egy további példával illusztrálva: álljon a társadalom 10 gazdagból, akik adózatlan jövedelme fejenként 100, és 20 szegényből, akik adózatlan jövedelme 25! A nemzeti jövedelem  $Y=10*100+20*25=1500$ . Könnyen kiszámítható, hogy melyik  $k$  lesz az az érték, amelyik azonos abszolút értékkel bír mindkét tábornál. Jelen példánkban  $k=\frac{1}{3}$ -os arány esetén a gazdagok  $25/(100-25)$  elvonási aránya megegyezik a szegények  $12,5/(12,5+25)$  támogatási arányával. (A  $k$  értéket úgy számítjuk, hogy a számlálóban az az összeg szerepel, amit adóként befizet, vagy transzferként megkap az egyén, míg a nevezőben a piaci jövedelmét csökkentjük vagy növeljük a számlálóban álló összeggel, hogy a felhasználható jövedelmet megkapjuk.)

További hipotézisünk az, hogy ha egy egyensúlyinak tekinthető  $k$  adó- vagy transferrátától eltérve a pártok kampányuk során ennek szavazói érdekét kifejező



változást hirdetnek, akkor ez a program kevésbé aktivizálja saját híveiket, mint az ellenfélét, vagyis marad minden a régiben. Nézzünk erre egy példát: ha tehát túl radikálisan akarja gazdagpárt támogatni híveit – mondjuk, megszünteti a jövedelemadó progresszivitását, mint azt Hayek javasolta – akkor ezzel az urnákhoz vonzza azokat a szegényeket, akik éppen ebből az adóhányadból kaptak korábban támogatást. (Természetesen a szegénypárt hívja fel a szegények figyelmét erre, de van mire felhívni a figyelmet.) Előző számpéldánk szerint megnézzük a választási kimenetelt, ha  $k$  adó-, illetve transferráta az eredeti  $k=1/3$  helyett a kampányban javasoltan (szegénypárti javaslat)  $k=1/2$ , illetve (gazdagpárti javaslat)  $k=1/4$  lesz.

- Ha a szegénypárt azt javasolja, hogy a gazdagok  $k=1/2$ -es részt adózzanak, akkor  $333/(1000-333)=1/2$  miatt a szegények támogatásokban megnyilvánuló közpénzhányada  $(333/20)/((333/20)+25)=0,42$  lesz. Miként mozgósítja ez a potenciális választókat? A szavazók száma így alakul:  $GP=1/9$ , míg a szegények esetén  $SZP=0,84/9$  lesz, azaz a szegény párt javaslata az adók emelésére csak azt okozta, hogy a gazdagok nagyobb számban mennek el szavazni, mint a szegények, vagyis a gazdagok az adóemelést leszavazzák.
- Ugyanez fordítva miként nézne ki az adócsökkentés esetén? Ha  $k=1/4$ , akkor  $200/(1000-200)=1/4$  miatt a szegények előbbi módszerrel számított közpénzhányada  $(200/20)/((200/20)+25)=0,29$  lesz, így a szavazáson  $GP=0,5/9$  és  $SZP=0,58/9$  lesz, azaz az adócsökkentési terv a szegényeket jobban mozgósítja, így azok a gazdagok adócsökkentési elképzelést leszavazzák.

A fenti példa azt mutatta, hogy mi történik, ha  $1/3$  és  $2/3$  gazdag és szegény részből álló társadalomban, ahol a gazdagok redisztribúciós jövedelmé a szegények jövedelmének négyszerese, és valamelyik párt el szándékozik térni attól a  $k$  értéktől, ami mindkét tábor esetén a közpénzhányadot jelentette. A példát általánosíthatjuk, ha a gazdagok részaránya  $a$ , akkor a szegényeké  $(1-a)$ , és szavazáskor mindkét párt hívei azonos számban vonulnak az urnák elé, mivel  $GP=ak(1-a)$  és  $SZP=(1-a)ka$ ! Ha ettől el akar térni valamelyik párt, akkor ezzel az ellenfél táborát jobban aktivizálná, mint a sajátját, így végül minden marad változatlan formában, vagyis a  $k$  egyensúlyi értéknek tekinthető, és értéke könnyen kiszámítható, ha ismerjük az  $a$  értéket, valamint a redisztribúció előtti  $j$  jövedelemhányadost, ami a gazdag ember és a szegény ember elvonás- és támogatásmentes jövedelmeinek arányát jelöli. Egyszerű számítással nyerjük, hogy ebben az esetben

$$k = \frac{a * j - (1-a)}{a * j + (1-a)} \quad (6)$$

lesz az a  $k$  érték, ami körül ingadozik az adókulcs, ha a piaci egyenlőtlenség mértéke  $j$ , és a gazdagok részaránya a népességben  $a$ . Ha  $j=4$  és  $a=1/3$ , akkor  $k=1/3$ , mint fentebb megvizsgáltuk.

Ha a piaci jövedelemkülönbség, vagyis  $j$  megnő, akkor ez maga után vonja  $k$  növekedését is, valamint, ha a középosztály (a gazdagok) részaránya,  $a$  megnő, ez is

maga után vonja  $k$  növekedését. Ezzel előttünk van az elmúlt évszázad története, mivel a piacosodás egyre növelte  $j$ -t, és a gazdagodás bővítette  $a$ -t, így folyamatosan nőtt  $k$ , vagyis az implicit adókulcs, az 1900-as évek 3-5 százalékos mértékéről napjaink 30-40 százalékos mértékéig.

Az eddigiekben azt próbáltuk meg bizonyítani, hogy egyensúlyban a gazdagok transzfercélzatú adórátája éppen megegyezik a szegények transferrátájával, amennyiben demokratikus társadalmak e két csoportból állnak. A további előrehaladáshoz néhány speciális (amerikai és magyar) társadalmi csoport kérdését kell megvizsgálnunk, mégpedig a farmerekét, a nyugdíjasokét, a köztisztviselőket, a közalkalmazottakat és a vállalkozókat.

- Az amerikai farmerek támogatásával kapcsolatban Friedmann álláspontja az volt, hogy ne a farmereket mint agrártermelőket támogassák, hanem csak úgy, mint szegényeket. Ezt azonban a republikánus párti politikusok visszautasították, mivel a farmerek szavazatát úgy lehetett olcsón megvásárolni, ha agrártámogatást kaptak. Ha ugyanis minden szegény kapna támogatást, akkor azt a gazdagoknak kellene adóból megfizetni, és ez öngól lenne. Ha viszont egy kis csoport olyan címen juthat sok támogatáshoz, ahogy mások nem kaphatnak ilyent, úgy biztosított, hogy olcsón sok agrárszavazatot kapjanak a republikánusok. (Lásd a lobbicsoportokról részletesebben Olson (1987) alapvető munkáját.)
- A nyugdíjasok sajátossága, hogy felosztó-kirovó rendszer esetén  $k$  értéke 1, így empirikusan elemezhető, hogy függ-e a nyugdíjasok szavazási hajlandósága attól, hogy felosztó-kirovó rendszer, vagy tökefedezeti rendszer van-e érvényben adott országban, valamint, hogy a nyugdíjas társadalom részarányának növekedése csökkenti vagy növeli-e a nyugdíjasok szavazási aktivitását. Ebből a szempontból nézve a nyugdíjrendszereket azt mondhatjuk, hogy ha adott társadalomban áttérnek a felosztó-kirovó rendszerről a tökefedezeti rendszerre, akkor csökken az áttérő nyugdíjasok  $k$  értéke és  $v$  szavazási hajlandósága, viszont jelentősen nő a tökefedezeti rendszerben maradók szavazati hajlandósága, mivel csoportméretük lecsökkent.
- A köztisztviselők szintén teljes egészükben közpénzfüggők jövedelmüket tekintve, és létszamarányuk nem túl nagy (1-2 százalék), így várható, hogy 98 százalékuk szavazni megy. (Az amerikai hadsereg hívatásos tagjainak szavazati aránya magas, szavazati irányultsága azonban ellentétes a köztisztviselőkével, mivel – mint látni fogjuk – a csökkenő adót, kisebb államot hirdető republikánusok a vagyon védelmében a katonai kiadások növelését szorgalmazzák, ami több munkahelyet a fegyveres erőknél, magasabb fizetést jelent, ezért a katonák tipikusan republikánus szavazók.)
- A közalkalmazottak száma ennél jelentősen nagyobb, jövedelmük csak a helyi önkormányzat áttételével függ a közpénzektől. Jövedelmük csekély, így az

adóhányad nem játszhat benne túl nagy szerepet. Vélhetően 70-80 százalékos lehet szavazási hajlandóságuk.

- A vállalkozók az adókon és elvonásokon keresztül kapcsolódnak az állami költségvetéshez, így nagyságrenddel kisebb a szavazékonyságuk, ezen belül is a jólmenő vállalkozók valószínűsíthetően nagyobb mértékben jelennek meg, mint a kényszervállalkozók, tekintettel az adórendszer progresszivitására.
- A magánalkalmazottak esetén a multinacionális vállalatok alkalmazottai valószínűleg nagyobb keresettel és magasabb adókkal bírnak, így magasabb lehet szavazati hajlandóságuk, mint a kis-és középvállalkozások magánalkalmazottai esetén.

### 3.2. *Mire szavaz a szavazó?*

Volt szó eddig a „ki szavaz” kérdéséről, valamint arról, hogy szociológiailag mi a szavazó érdeke, de nem volt arról szó, hogy milyen a szavazó lelke, miket mérlegel az urnánál. A szavazók táborát aszerint megkülönböztetve, hogy vannak donorpártok és transzfert élvező pártok, két tényező függvényében (donorok és transzferáltak létszámaránya, donorok és transzferáltak jövedelemaránya) meghatároztuk azt az egyensúlyi  $k$  értéket, ami azonos a donoroknál és a transzferáltaknál egyaránt, és amiktől nem lehet eltérni mivel  $k$  növelése jobban aktivizálja a donorokat, és  $k$  csökkentése pedig a transzferáltakat, így meghíúsul minden eltérés az egyensúlyi  $k$  értéktől. Akkor változik meg jelentősebben  $k$  értéke, ha a donorok és transzferáltak létszámaránya, illetve azok jövedelemaránya megváltozik. Lényeges azonban, hogy az egyéneknek nem egyrétegű a lelkük, hanem több, vagyis az, hogy donor létére a transzferpártra, vagy transzferélvező létére a donorpártra szavaz, azon túlhat, hogy a szabadságjavak és szent értékek dimenziójában mit mond az egyik vagy a másik párt, illetve a meghíúsult szerepálmokkal miként játszanak a kampánymesterek.

- A szabadságjavak és szent értékek esetén transzferpárt inputbefolyásolást és output-tabut hirdet, míg donorpárt input-tabu és outputbefolyásolásban utazik. Az abortusz inputbefolyásolás, a halálos ítélet és a szabad fegyverviselés outputbefolyásolást jelent. A donorpárt input-tabuban utazik, vagyis: a pénzt a piac kell adja és ne a redisztribúció, a baba sorsáról az isten döntsön, ne az anya. A transzferpárt output-tabuban utazik, és lehet, sőt, indokolt az inputot szabályozni abortusszal és redisztribúcióval, viszont halálos ítéletet hozni vagy szabad fegyverviseléssel mások életét veszélyeztetni tilos.
- A meghíúsult szerepálmok azt jelentik, hogy véleményét kéri a zsebén és testén kívüli dolgokban is, például milyen erős legyen az amerikai hadsereg, legyen-e globális hatalom vagy sem? Meg kell-e védeni az esőerdőket vagy a Dunát? Támogatni kell-e az én nemzedékem rovására a másik nemzedékét?

Ha a zsebkérdések a felnőttet foglalkoztatják, akkor az életszabályozás kérdései a szülőt, míg a szerepálmok a gyereket. Donorpártba gazdagok tartoznak, akik számára nem előnyös adni, nem szabad belemenni a születés-szabályozásba, ha belemenne a távlatosabb kérdések vizsgálatába, akkor tudná, hogy ennek adóárát inkább neki kellene megfizetni, így azt nem túlságosan szorgalmazza. Amerikában például a demokraták szegényebbek, abortuszpártiak, fontosabbnak tartják a környezetvédelem ügyét, vagyis a transzferpártiak. A háromrétegű lélek közbülső tengelye tűnik a legszilárdabbnak, vagyis  $k*(1-a)*i$ , és  $k$  előjele: adni vagy kapni, határozza meg főként, hogy melyik pártra szavaz valaki. Lehet azonban, hogy zsebellenesen szavaz anyagi szolidaritás, abortusz vagy világbéke miatt a gazdag. Vagyis a szociológiai helyzet annak valószínűsítésében jobban segíthet, hogy milyen valaki szavazékonysága, de kevésbé segít annak meghatározásában, hogy melyik pártra szavaz.

A fenti képlet nem tökéletes, a dimenziók illeszkedése nem hézagmentes, a megfestő alapszín: a hatalmi beágyazottság (Fisichella 2000), vagyis van-e tulajdona, uralma, presztízse, illetve kiszolgáltatott-e. Ha kiszolgáltatott, akkor személyében is támogatásra szorul, de örömmel szavazza meg a másik csoport adóinak emelését. Mivel csoportja nagy, így potyázik, ha teheti. A donorok gondolkodása fordított. Az ellentmondás mindazonáltal nem antagonisztikus, a piaci tökéletlenségeket kompenzáló politika lehetővé teszi, hogy egyszer az egyik, míg másszor a másik erő győzzön.

Csoportméret és közpénzhányad dönti el, hogy ki megy el szavazni, de nem tudjuk mire szavaz. Nézzük meg, hogy mire enged következtetni az 1998. évi választás adatsora. Megyesoros korrelációt néztünk az 1998-as választásoknál, és a következő legjobb korrelációkat találtuk:

- Minél magasabb egy megyében az egy főre jutó GDP, annál nagyobb az SZDSZ szavazók részaránya. (Nem az következik belőle, hogy ezek a szavazók lennének gazdagok, csak az, hogy a gazdagok között élnek.)
- A Fidesz szavazók esetén – gyengébb korrelációval, mint az SZDSZ-nél – szintén azt kaptam, hogy minél gazdagabb egy megye annál nagyobb a Fidesz szavazók részaránya.
- Minél nagyobb a megyében a mezőgazdasági művelésbe vont földterület aránya, annál nagyobb a kisgazda szavazók részaránya.
- Minél magasabb az eltartottak aránya a keresőkhöz képest, annál nagyobb az MSZP szavazók részaránya.

A regionalitásról: az ország egy X betűvel jellemezhető, nyugatról bejövünk az M1-en és lejövünk Szegedre az M5-ön, majd délen kerülve egyet az M7-esen eljutunk az M3-ra és megérkezünk Miskolcra. A Győr-Szeged tengelyen lévő gazdagabb megyék 1998-ban inkább szerettek szavazni, és a jobboldalra szavaznak, a Pécs-Miskolc tengelyen a szegényebbek laknak, kevésbé szerettek szavazni, és a baloldalra szavaznak.

#### 4. Befejezésül

A globalizálódó világ az elektronikai forradalom körülményei között ismét esélyt ad hazánknak, hogy a félperifériából okos együttműködés esetén félcentrum országgá váljon. A multinacionális vállalatokkal úgy lehet hosszú távon hatékonyan együttműködni, ha erős beszállítói háttérrel építünk ki. Ennek feltétele a hazai megtakarítások ösztönzése megfelelően magas (a gazdasági növekedési ütemhez és a felhalmozott vagyonhoz igazodó) kamatlábbal, ami viszont rövid távon valamelyest fékezi a növekedést. Nem tudhatjuk, hogy melyik pártformáció tekinti a fenntartható növekedést alapvetőbbnek, mint a gyors növekedést, csak azt tudhatjuk, hogy a választók fognak erről szavazni 2002-ben is. Nem tudhatjuk, hogy ki megy el szavazni, de sejtjük, hogy ebben szerepet játszik egy egyszerű képlet szerint jövedelmének közpénzhányada, szociológiai csoportjának nagyságrendje és iskolázottsági foka. Még kevésbé tudjuk, hogy melyik pártot választja a szavazó, de azt tudjuk, hogy a hatalmi skálán elfoglalt hely együtt jár azzal, hogy transzferben érdekelt-e vagy adómerséklésben, hogy a születés- vagy a halálszabályozásban érdekelt, hogy mi az általános viszonya a rövid távú áldozatokhoz, ha annak terhét nagyjából a másik fél fizeti. A közgazdász és közösségi döntések elemzője itt befejezi vizsgálódását, innét kezdve a politikusok, a bürokraták és a nép jut szóhoz, urnához és kamatlábhoz.

#### *Felhasznált irodalom*

- Csaba I. – Tóth I. Gy. 1999: A jóléti állam politikai gazdaságtana. In Csaba I. – Tóth I. Gy. (szerk.): *A jóléti állam politikai gazdaságtana*. Osiris, Budapest, 7-41. o.
- Csontos L. 1999: *Ismeretelmélet, társadalomelmélet, társadalomkutatás*. Osiris, Budapest.
- Fisichella, D. 2000: *A politikatudomány alapvonalai: Fogalmak, problémák, elméletek*. Osiris, Budapest.
- Johnson, D. B. 1999: *Közösségi döntések elmélete: Bevezetés az új politikai gazdaságtanba*. Osiris, Budapest.
- Olson, M. 1987: *Nemzetek felemelkedése és hanyatlása: Gazdasági növekedés, stagfláció és társadalmi korlátok*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Simonovits A. 1998: *Matematikai módszerek a dinamikus közgazdaságtanban*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Stigler, G. J. 1989: *Piac és állami szabályozás: Válogatott tanulmányok*. KJK, Budapest.

## Kihívások előtt a gazdaságpolitika és az állampapírpiac

Nemescsói András<sup>1</sup> – Wermeser Zsolt<sup>2</sup>

*A Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) létrejötte, illetve az euró bevezetése mind nemzeti, mind világgazdasági szinten gyökeres változást hozott. E gazdasági és politikai jellegű átalakulás általános gazdaságpolitikai, illetve konkrét állampapír-piaci (államadósság-kezelési) hatásait, kihívásait tekintjük át az Európai Unió és az eurózóna felé igyekvő magyar gazdaság szemszögéből, a GMU-hoz történő csatlakozásunkig hátralévő időszakot gazdaságpolitikai szemszögéből három elméleti egységre bontva. Az első időszak az EU társulási szerződésünk megkötésével kezdődött és az unióhoz történő csatlakozásunk pillanatáig tart. A tanulmány második szakasznak az EU-hoz történő csatlakozásunkkal kezdődő és a monetáris unióba történő felvételünkig tartó, míg harmadiknak az azt követő korszakot tekinti.*

*Kulcsszavak:* EMU, konvergencia, állampapírpiac, Balassa-Samuelson hatás, adósságkezelés

### 1. Gazdaságpolitika – monetáris politika

A legelső időszakot a jogharmonizáció jellemzi. Hazánk vállalta, hogy már a csatlakozás előtt – az egyre csökkenő derogációs kérelemtől eltekintve – eleget tesz jogközelítési kötelezettségeinek. A közösség ebben az időszakban elsősorban jogszabályi és intézményrendszerbeli változtatásokat vár el Magyarországtól, amelyeknek minden jel szerint meg fogunk tudni felelni. A számos elismerő vélekedés mellett azonban megfogalmazódnak további lépéseket szorgalmazó észrevételek is. Tőkepiaci szempontból itt említhető meg például a felügyeleti munka függetlenségének és erősségének kérdése, amelyet többek között az IOSCO<sup>3</sup>, a Valutaalap, a Világbank és az uniós szervezetek is rendre feszegetnek. Ilyen probléma továbbá a Befektető-védelmi Alap által ügyfelenként garantált kifizetés mértéke is, amelyet az uniós szabályok értelmében 5 millió forintra kellene megemelnünk<sup>4</sup> a jelenlegi 1 millió forintos összegről, azonban az alapban – az utóbbi évek tőkepiaci eseményei-

---

<sup>1</sup> Dr. Nemescsói András, főosztályvezető-helyettes, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (Budapest)

<sup>2</sup> Wermeser Zsolt, főosztályvezető, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (Budapest)

<sup>3</sup> International Organization of Securities Commissions. E szervezetnek 1990 óta hazánk is tagja.

<sup>4</sup> A garantált kifizetés mértéke 2003 elején 2 millió Ft/fő. A szerk.

nek következtében – az 1 millió forintok esetleges kifizetésére sincs megfelelő fedezet.<sup>5</sup>

Mind jogi, mind gazdaságpolitikai szempontból fontos kiemelni, hogy ebben az időszakban nem jelent hazánk számára jogi kötelezettséget a maastrichti kritériumrendszernek történő megfelelés, annak pusztán gazdasági, illetve praktikus szempontokból van jelentősége. Nem jelenthető ki kategorikusan, hogy már ekkorra fel kell zárkóznunk az unió gazdaságához, a kérdés azonban – a továbbiakban kifejtettek miatt – e megnyugtató megállapítással sem intézhető el. Számos kimondott vagy ki nem mondott szempont alapján a mutatószámokhoz való viszonyunknak komoly gyakorlati jelentősége lehet. Szerződéses (jogi) szempontok alapján a jelenlegi és majdani EU-tagok közül kizárólag Nagy-Britanniának és Dániának van meg az a lehetősége, hogy hivatalosan is a Gazdasági és Monetáris Uniótól távolmaradó Európa-politikát folytasson, a többi tagállam köteles a kritériumokat mielőbb teljesíteni, a mielőbbi GMU-tagságra törekedni. Az EU-ba történő felvételünket követően (a második gazdaságpolitikai időszakban) a Monetáris Unióhoz történő csatlakozási szándékunk esetleges hiánya esetén is rá lennénk kényszerítve tehát a maastrichti feltételek teljesítésére, mivel azok – a szerződéses jellegből következően elsődleges jogként – az *acquis communautaire*<sup>6</sup> részévé váltak, és így harmonizációs kötelezettséget fogalmaznak meg. Ez egyértelműen oka annak is, hogy ha explicit módon nem is fogalmazódott meg csatlakozási feltételként a maastrichti szerződésnek megfelelő konvergencia, az unió kibővítéséről szóló döntések meghozatala során ez a szempont feltehetően kitüntetett figyelmet élvez majd. Érthető tehát, ha jelenlegi és jövőbeni gazdaságpolitikánk meghatározó kérdése az euróövezettel való gazdasági konvergencia elérése.

Az Európai Unió tehát már az első gazdaságpolitikai időszakban (jelenleg, az uniós csatlakozásunkat megelőzően) is jelentős hatással van mind fiskális, mind monetáris politikánkra, és ez a hatás az integrációs folyamat során, az EU-hoz, majd az EMU-hoz történő csatlakozásunkkal nagymértékben erősödni fog.

A konvergenciakérdést azonban nem szabad egyedülinek, abszolút elsőbbséget élvezőnek és önmagában elegendőnek tekinteni. Az EU-hoz, illetve hosszabb távon a GMU-hoz való csatlakozásunkra történő felkészülésünk középpontjába célszerű – bizonyos esetekben az adott mutatóknak történő feltétlen és minél előbbi megfeleléssel szemben – a teljes magyar gazdaság hatékonyságának javítását helyezni, mert e nélkül nem leszünk képesek az eurózónához úgy csatlakozni, hogy annak előnyeit ki tudjuk használni.

1998-ban exportunk 73 százaléka az unióba irányult, míg importunk 64 százaléka onnan származott, gyakorlati szempontból a magyar gazdaság integrálódása tehát már régen megkezdődött, amelytől sem fiskális, sem monetáris politikánk nem

<sup>5</sup> A kormány a 2000. december 5-ei ülésén jóváhagyta a Befektető-védelmi Alap hitelfelvételeihez nyújtandó állami garanciavállalást.

<sup>6</sup> A közösségi joganyag gyűjtőneve (magában foglalja mind a közösségi elsődleges, mind a másodlagos jogot).

függetlenítheti magát (Hetényi és szerzőtársai 2000). A magyar gazdaságpolitika – figyelemmel EU-csatlakozási szándékunkra, illetve ezzel összefüggő kvázi GMU-csatlakozási kötelezettségünkre – célkitűzési függetlenségét máris elveszítette, hiszen a megvalósítandó célok és feladatok jórészt az unió felől készen kapjuk. Szabad mozgásterünk és önálló döntési kompetenciánk a módszerek megválasztásában, illetve az időtényezővel (gyors avagy lassú konvergencia) kapcsolatban van.

A közeledést gyakorlati szinten (fiskális politikai oldalról) főképp az adóreform, a társadalombiztosítás reformja, a nyugdíjbiztosítási reform, az állami támogatások rendszerének átalakítása jelenti. A monetáris politika területén az unió jogi és piaci elvárásait szem előtt tartva egyrészt törekedni kell az állandó inflációcsökkentésre, másrészt fontos a magyar export versenyképességének megőrzése és fokozása, amelyben az árfolyam-politikának van döntő szerepe. A monetáris politika értelemszerű célja a forint árfolyam-stabilitása, az infláció csökkenése (Hetényi és szerzőtársai 2000).

*Stratégiai jelentőségű kérdés tehát, hogy hazánk gyors („eminens”) vagy lassú („just in time”) konvergenciára törekedjen.* Problémát jelent, hogy nem ismerjük sem az EU-hoz, még kevésbé a GMU-hoz történő csatlakozásunk időpontját, márpedig a stratégiai tervezés szempontjából ennek meghatározó jelentősége lenne. Ugyanakkor „mozgó célpontra lövünk”, hiszen a konvergencia-előírások egy része (nevezetesen az inflációra, illetve a hosszú távú kamatlábakra vonatkozó kritériumok) az adott mutató szempontjából a mindenkor legjobb eredményt felmutató három tagállam vonatkozó értékeinek számtani átlagából adódik. E téren jelentős negatív meglepetés feltehetően nem fogja érni a később csatlakozni szándékozók, mégis hat-nyolc éves távlatban a változó feltétel bizonytalansági tényezőként jelentkezik. Kapcsolódó kérdés az is, hogy a további tagfelvételek során a három „benchmark-ország” megjelölése szempontjából a monetáris unión kívül maradt EU-tagok egy tekintet alá esnek-e a GMU tagjaival, vagy immár kizárólag a monetáris unió tagállamaihoz kell a viszonyítást elvégezni (Horváth–Szalai 1998a).

*Mi szól hazánk eminens típusú konvergenciája mellett?* Kétségtől jól jó eszköz az unió melletti elkötelezettségünk kifejezésre juttatására, de ennél döntőbb, gazdasági jellegű szempont, hogy – mivel az uniós tagfelvétel után a konvergálás azonnal jogi kötelezettséggé válik, – bővítési döntései során az unió nyilván vizsgálni fogja az adott tagjelölt állam rövid távú konvergálási esélyeit. E megfontolások tehát a minél gyorsabb megfelelést támasztják alá.

*Miért lehet előnyös Magyarország számára egy lassú konvergencia-stratégia választása?* Köztudomású, hogy a maastrichti feltételek nagyon fontos gazdasági mutatókra reflektálnak, amelyek alapján azonban az általuk „megmért” gazdaságok nem hasonlíthatók össze. Fontos kiemelni, hogy a gazdasági növekedéssel kapcsolatban az unió nem fogalmazott meg konvergenciális elvárást, noha a maastrichti kritériumok kizárólag a GDP-mutatókkal együtt képesek egy nemzetgazdaságról használható információval szolgálni. Egyértelmű az is, hogy az államok közötti inflációeltérések is egészen más fénybe kerülnek, ha azokat teljes makrogazdasági



környezetük tükrében vizsgáljuk. Éppen ezért nem is a konvergencia-mutatókban kifejezett szintek elérése okozhat az egyes jelenlegi, illetve leendő GMU-tagjelöltek számára igazán problémát, hanem az adott gazdaságokkal (illetve azoknak valamilyen fiktív gazdasági átlagával) való valódi, tartalmi konvergencia megvalósítása. E cél már messze nem szorítható az 1992-es szerződés szűkre szabott feltételrendszerének keretei közé, e szempontból az egyes gazdaságok tényleges teljesítménye játszik döntő szerepet.

Mindezekre tekintettel állítják sokan, hogy Magyarországon jelenleg nincs stabil makrogazdasági háttér a gyors megfeleléshez. Kellő gondossággal alakított monetáris és fiskális politikával az öt mutató, ha nem is könnyen, de aránylag rövid idő alatt produkálható, esetleg anélkül is, hogy ez előrelépést jelentene gazdasági erőnk, növekedésünk, versenyképességünkkel szemben. Noha a szerződés e mutatókkal, tulajdonságokkal kapcsolatban rendelkezést nem tartalmaz, sem nekünk, sem az uniónak nem érdeke a formálisan konvergáló, de valójában gyenge lábakon álló nemzetgazdaságok beengedése az immár valóban egységes belső piacra.

Hosszabb távú versenyképességünk érdekében tehát először mindenképp a gazdasági növekedés fokozására és infrastrukturális beruházásokra van szükség, amelyek azonban rövid távon – többek között az infláció vonatkozásában – a formális konvergencia ellen hathatnak (a Magyar Nemzeti Bank szerzői Balassa-Samuelson-effektusnak nevezték a folyamatot). Ellenérvként vethető fel a gyors konvergenciával szemben az is, hogy bár annak „költségei” kézzelfoghatóak, az EU-hoz történő csatlakozásunk pillanatáig nem mutatható ki egyértelműen az az előny, amit Magyarország eminens magatartása következtében a közösségtől nyer (Horváth–Szalai 1998b).

Mindezt figyelembe véve, jó forgatókönyvnek tűnik jelenlegi – azaz első szakaszos – gazdaságpolitikánk számára, hogy ésszerűen megjelölt inflációs és deficitkeretek között, elsődleges célként az ország gazdasági versenyképességének javítását, gazdasági növekedésének fokozását, infrastrukturájának fejlesztését tekinti, hogy ezt követően a gazdaság – szerves fejlődése nyomán – alkalmas legyen a konvergencia mutatók különösebb fiskális és monetáris bűvészkedések nélküli megvalósítására.

Az 1. táblázat azt mutatja, hogy miként állunk a gazdasági növekedés, illetve a konvergencia-mutatók terén jelenleg, illetve ezek a jelzőszámok miként alakultak hazánkban 1995 óta.

Az oszlopokban felfedezhető a korábban említett, Balassa-Samuelson-effektus néven ismert összefüggés. Bár a táblázat tartalmazza a GDP-re vonatkozó adatokat is, mégis, mivel kizárólag százalékos formában, így képtelen önmagában értékelhető információval szolgálni. Éppen ezért mindezt ki kell egészíteni azon a – nemrégiben készített – számítás eredményével, amely szerint amennyiben a magyar gazdaság a továbbiakban évente 7 százalékkal, az EU tagállamai pedig átlagosan évente csupán 2,5 százalékkal növekednének, abban az esetben is legalább 10 évre lenne szükségünk ahhoz, hogy a – leggyengébb produktivitású – görög GDP nomi-

nális értékét elérhessük. Emiatt *kulcskérdés tehát gazdaságpolitikai (konvergencia) stratégiánk értékprioritása.*

Hasonlóan fontos kérdés az is: miként változik meg gazdaságpolitikai (fiskális és monetáris politikai) mozgásterünk az EU-hoz, illetve majd a GMU-hoz történő csatlakozásunk következményeként, azaz *mi fogja jellemezni a második, illetve harmadik gazdaságpolitikai időszakban fiskális és monetáris politikánkat?*

*1. táblázat A GDP, illetve a maastrichti mutatók alakulása Magyarországon (1995-2000, százalék)*

Mutató	1995	1996	1997	1998	1999	2000 <sup>1</sup>	Referencia (2000. 03.)
GDP növekedése	1,5	1,3	4,6	5,0	4,3	4,0-5,0	3,0-3,5
Infláció	28,2	23,6	18,3	14,3	10,0	9,0-10,0	2,4
Államadóság (GDP százalékában)	84,3	71,5	62,9	61,0	60,8	59,1	60,0
Költségvetési hiány (GDP százalékában)	6,4	3,0	4,8	4,8	3,9	3,5	3,0
Hosszú futamidejű ho- zamszint (százalék)	-	-	-	-	9,44	8,6	7,2

*Megjegyzés:* 1) Többnyire becslt, előzetes adatok.

*Forrás:* saját szerkesztés Hetényi és szerzőtársai (2000), valamint a KSH és az MNB adatai alapján.

A legfontosabb – gazdaságpolitikánkat közvetlenül érintő – változást az jelenti majd, hogy EU-csatlakozásunk után *jogi elvárássá válik a konvergencia-kritériumok teljesítése.* Ahogy erről korábban már esett szó, a jelenlegi és leendő EU-tagok közül kizárólag Angliának és Dániának van meg az a lehetősége, hogy a Gazdasági és Monetáris Uniótól idegenkedő Európa-politikát folytasson, a többi uniós tagállam köteles a kritériumokat a lehetőségekhez képest mielőbb teljesíteni. Ez annyit jelent, hogy a Monetáris Unióhoz történő csatlakozási szándékunk esetleges hiánya esetén is EU-csatlakozásunkat követően rá lennénk kényszerítve az *acquis communautaire* részévé vált maastrichti feltételek teljesítésére. A később kifejtett technikai okok miatt az is elmondható erről az időszakról, hogy a feltételrendszer ekkor bír a legerősebb, legegységelműbb kötőerővel a tagállamokkal szemben. A második időszakban lévő államok gazdaságpolitikái célkitűzési függetlenségüket tehát már közösségi jogi szempontok alapján is elveszítik.

Az unióhoz történő csatlakozása után Magyarország azonnal szerepet kap a GMU-ban, ha nem is tagként. Uniós tagállamként részt vesz majd az EU gazdaságpolitikai koordinációs mechanizmusában (elsősorban a stabilitási és növekedési egyezmény alapján), és bekapcsolódik a Központi Bankok Európai Rendszerébe (amely a nemzeti jegybankokat, illetve az Európai Központi Bankot (EKB) foglalja magában). Nekünk is olyan ún. konvergencia-programot kell majd készítenünk,

amely a maastrichti kritériumok teljesítésének mértékére és ütemére, illetve a Gazdasági és Monetáris Unióhoz történő csatlakozásunkra koncentrál. Ezt követően a magyar árfolyam-politikát – lévén az a közös érdekű politikák egyike – az EU-val egyeztetett módon kell kialakítanunk, ami feltehetően a forint stabilitását fogja eredményezni. Lehetővé válik a közös valutarendszerhez való csatlakozásunk is, ami az ERM-II rendszerhez való kapcsolódás lehetőségét jelenti.

Szintén a második időszakban, tehát még az EMU-hoz történő csatlakozásunk előtt hazánk két stratégiai jelentőségű gazdaságpolitikai eszközét, az árfolyam-politikát és a devizasabályozást, lényegében elveszíti. Az árfolyam-politika segítségével a gazdaság külső versenyképességét a termelékenység tényleges javulása nélkül is fokozni lehet, míg a devizasabályozás egyrészt alkalmas a protekcionizmusra (gazdasági recesszió esetén megakadályozza a tőke elmenekülését), másrészt alkalmas a valuta árfolyamának védelmére. Az árfolyam-politika teljes elvonása ugyan a GMU keretein belül valósul meg, de a konvergencia-kritériumok értelmében alkalmazása már az EU-hoz történő csatlakozás után mellőzendő. A teljes devizaliberalizációt pedig már EU-tagságunkig meg kell valósítanunk. Ez olyan versenykihívás elé állítja az országot, amelynek csak tényleges és tartós gazdasági megerősödés esetén leszünk képesek megfelelni (Hetényi és szerzőtársai 2000).

Ha a magyar gazdaságpolitika csatlakozásunk utáni átalakulását vizsgáljuk, mindenképp tekintettel kell lennünk az Európai Unióban a GMU miatt bekövetkezett fiskális és monetáris politikai változásokra is, tehát a harmadik időszak gazdaságpolitikai hatásaira. Az Európai Unió – a GMU-val, illetve az európai egységes, közös valuta bevezetésével – olyan közösségi szinthez érkezett, ahol már elkerülhetetlen a tagállamok gazdaságpolitikáinak jelentős mértékű összehangolása. Az uniónak mint önálló nemzetközi jogalanynak, van ugyan a tagállamokétól független költségvetése, azonban e költségvetés az operatív célokon túl, kizárólag korlátozott körű, kiegyenlítő feladatok ellátását szolgálja, emiatt GDP-hez viszonyított aránya nagyságrendekkel kisebb a tagállami költségvetésekénél. A tagállami költségvetések átlagosan a GDP 30-50 százalékát teszik ki, míg a közösségi költségvetés az EU aggregát GDP-jének mintegy 1,2 százaléka (Hetényi és szerzőtársai 2000).

A fiskális politikai hatáskör – többnyire a közösségi költségvetési politika korlátozott terjedelme miatt – továbbra is tagállami hatáskörben marad, ami alól csak a már kezdetektől közösségi hatáskörbe rendelt vám- és kereskedelempolitika képez kivétet. Köztudomású, hogy az unión belül a szubszidiaritás elve<sup>7</sup> meghatározó szerepet játszik szinte minden, közösséggel összefüggő kérdést illetően, érvényre kell juttatni a jogalkotás, az intézményrendszer kialakítása, illetve a közösségi és tagállami hatáskörök elosztásával kapcsolatban egyaránt. Ezen alapelv mentén született meg a maastrichti szerződés „nagy kompromisszuma”, miszerint a fiskális ha-

<sup>7</sup> A szubszidiaritás elve arról szól, hogy a döntések a lehető legalacsonyabb szinten születessenek meg, tehát ha egy probléma elintézhető egy alacsonyabb döntési szinten, azt egy magasabb szint ne vonja magához.

táskör továbbra is a tagállamok kompetenciája marad. A GMU-tagállamok monetáris politikája viszont teljes mértékben kikerült hatáskörükből. A monetáris döntéshozó nemzeti jegybankok a központi, közösségi, EKB által meghatározott monetáris politika végrehajtó szervei lettek. A változás az egész EU-t érinti annyiban, hogy a monetáris unión kívül maradt államok ugyan továbbra is élhetnek néhány klasszikus eszközzel (például alkalmazhatnak önálló árfolyam-politikát), de monetáris mozgásterük konvergencia-kötelezettségük miatt meglehetősen behatárolttá és átmenetivé vált. Az állami költségvetési önállóság pedig, mind a GMU-tagok, mind a külső EU-tagok körében azon gazdaságpolitikai tény miatt szenved csorbát, hogy a monetáris politikától független, azzal esetleg ellentétes fiskális politika elképzelhetetlen, mivel működésképtelen. A gazdaság növekedése, a munkanélküliség csökkentése, az árstabilitás, a fizetési mérleg egyensúlya csak a két gazdaságpolitikai eszköztár egységes, egymással összehangolt alkalmazásával valósítható meg. A féktelen állami költsékezés hatásai a monetáris politika eszközeivel nem ellensúlyozhatók.

Mindez tehát azt jelenti, hogy kétségtávol szükség van a tagállamok fiskális politikáinak összehangolására, illetve a közös monetáris politikával történő összeegyeztetésére is. (Ennek legfontosabb fóruma az ún. ECOFIN-tanács, amely a tagállamok gazdasági és pénzügyminisztereit foglalja magában. Az euróövezeten kívül ezt a feladatot a tagállamok a konvergencia-programjaikkal látják el, amely megsértése esetén az EKB szankcionálhat.) Tény ugyanakkor, hogy – a már említett szubszidiaritás elvéből kifolyólag – a költségvetési politika részleteinek kidolgozása a tagállamok szintjén történik, ami bizonyos mértékű eltérést biztosan fenntart a tagállami gazdaságpolitikákban.

Éppen ebből kiindulva, számos szakértő azt tartotta a legsúlyosabb hibának és veszélyforrásnak a monetáris unió kialakításának mikéntjével kapcsolatban, hogy a gazdaságpolitika szorosan összefüggő két szférája eltérő döntéshozatali szintre (közösségi, illetve tagállami) kerül. A gazdaságpolitikai egyeztetés, a fiskális és a monetáris politika céljainak összehangolása egy állam keretein belül is sokszor gondot okoz, sokan aggályosnak tartották, illetve tartják ma is ennek megoldhatóságát a GMU-n belül, ahol a tagállamok pénzügy- és gazdasági miniszterei, dacára a köztük lévő nézetkülönbségeknek és esetleges fiskális érdeellentéteknek, azonos oldalon, és – ideális esetben – egységes álláspontot képviselve „kerülnek szembe” a központi bank elnökével. A stabilitási és növekedési paktum ugyan tartalmaz szankcionálható előírásokat a tagállamok költségvetési mozgásterével kapcsolatban, ez önmagában feltehetően kevés annak megakadályozására, hogy a költségvetési hiányok elszabaduljanak. Az eddigi tapasztalatok azonban ezen aggodalmakat nem támasztják alá, a költségvetési deficit mértéke eddig egyetlen GMU-tagállamban sem haladta meg a stabilitási program által a közös monetáris politika tarthatósága szempontjából meghatározott limitértékeket (Rácz 2000).<sup>8</sup>

<sup>8</sup> 2002-ben a költségvetési deficit mértéke két nagy tagországban, Németországban és Franciaországban meghaladta a GDP 3 százalékát kitevő maastrichti küszöbértékeket. *A szerk.*

A stabilitási program Finnországban, Írországban és Luxemburgban irányzott elő szufficitet költségvetést 1999-re, a többi 8 GMU-tagállam deficitet számolhatott. A deficitet költségvetésű tagállamok, Ausztria kivételével, mind „túlteljesítettek”, azaz a tervezettnél alacsonyabb hiányt produkáltak, Ausztria pedig éppen a programnak megfelelő 2 százalékos hiánnyal zárta az évet. A szufficit-tervetet Finnországnak és Írországnak nem sikerült maradéktalanul megvalósítania, mivel mindkét tagállam egy ezrelékponttal alacsonyabb többletet produkált az előirányzottnál.

Megállapítható tehát, hogy a tagállamokban a GMU létrejöttével párhuzamosan hihetetlenül megszilárdult a költségvetési fegyelem. Amennyiben ez a tagállami költségvetési magatartás állandósul, akkor fiskális szempontokból a közösségi egységes monetáris politikának nyugodt háttere lesz. Annyi azonban biztosan megállapítható, hogy a monetáris unió olyan gazdasági integráció, amelyben fokozott szerepe van a gazdaságpolitika egyes elemeit ötvöző monetáris politikának. A jövő eldönti, hogy a jelenlegi EKB alkalmas-e ennek megvalósítására. A mostani 2,4 százalékos alatti inflációs szint nem készíti az Európai Központi Bankot különösebb aktivitásra.

A következő évekre azonban az eddigieknél jelentősebb növekedést prognosztizálnak – amire szükség is lenne az euró árfolyamának helyreállításához –, így feltehetően az infláció mértéke is a korábbinál magasabb lesz. Ebben az esetben módja lesz az EKB-nak bebizonyítani alkalmasságát. Amennyiben azonban a gyakorlat alapján a közösségi monetáris politika mégsem lenne zökkenőmentesen működőképes, akkor talán az sem elképzelhetetlen, hogy a későbbiekben a tagállamok fiskális önállósága is megkurtításra kerül.

## 2. Az állampapírpiac előtt álló kihívások

Az európai uniós integrációs folyamat számos kihívást állít a magyar szabályozási és intézményi rendszer elé. Az általánosan megfogalmazott elméleti harmonizációs feladatok mellett érdemes részletesebben megvizsgálni egy konkrét részterületet, az állampapírpiacot, annak elméleti és gyakorlati problémáival együtt.

Az állampapírpiac olyan különleges részterület, amely minden maastrichti konvergencia-kritériummal közvetlen vagy közvetett kapcsolatban áll, jó néhány direktívával hozható összefüggésbe, és közös területet képvisel a monetáris, valamint a fiskális politikában (*Botos Katalin* terminológiáját felhasználva: az önkéntes és kötelező újraelosztási rendszerek határmezsgyéjén helyezkedik el). Nem hagyható figyelmen kívül, hogy az államadósság kezelése túlmutat a költségvetési forrásszerzés feladatán. Egyrészt az adósságkezelőket a költségek mellett más tényezők is befolyásolják, mint például a biztonságos finanszírozás, a lakossági megtakarítások növelése, a kockázatmentes befektetési lehetőség széleskörű biztosítása, vagy a referencia-hozamgörbe felállítása. Másrészt pedig az állampapírpiac komoly hatást gya-

korol más gazdasági szektorok működésére: a vállalati kötvények piacára, a jelzálog-hitelezésre vagy éppen a nyugdíjrendszerre.

A magyar és nemzetközi szakirodalmat kutatva gyakran találkozhatunk az Európai Unióval kapcsolatosan az egységesülés fogalmával. Ugyanez a kifejezés megtalálható az állampapírpiacok vonatkozásában, ami azonban nem keverendő azzal a ténnyel, hogy az adósságkezelés – megannyi európai döntéshozatali folyamattal szemben – tagállami szinten marad. Az egységesülés sokkal inkább vonatkozik a környezeti változók harmonizációjára, így a sok apró, szétszórt, országokon belül is megosztott piaci szegmensekből egységes szerkezetű állampapírpiac jöhet létre. Hasonló állampapír-piaci instrumentumokat bocsátanak ki az uniós tagállamok, hasonló konvenciókat alakítottak ki az értékpapír-piaci számításokra, és harmonizálták az elszámolási feltételeket. Ezek az egységesítő lépések nemcsak az eurózóna országait érintették, hiszen például a komoly hagyományokkal bíró angol pénzügyi rendszer is felkészült párhuzamos üzemmel arra, hogy akár másnaptól az euronormák szerint működtesse pénzügyi életét. A tagjelölt országokkal szemben pedig kimondott-kimondatlan elvárás, hogy igazodjanak a kitűzött európai sztenderdekhez.

Az egyes nemzeti állampapírpiacok helyébe a GMU létrejöttével egy *egységes euróbázisú piac* lépett, ahol az egyes papírok értéke márka, schilling, frank stb. helyett euróban van meghatározva. Az új helyzet, amely a befektetőknek lehetőségbővülést, a kibocsátók számára komoly kihívást jelent, az alábbi alapvető piaci változásokat vonja maga után.

Az eddigi „szeparált” állampapírpiacokra nézve egy *általános likviditás-emelkedés* következik be. Az egyes nemzeti kibocsátású papírok a korábbi piaci terjedelem sokszorosán válnak egységesített formában hozzáférhetővé, ami kétségtávan a verseny kiéleződéséhez, a likviditás növekedéséhez vezet. E folyamat befektetői szempontból mindenképp pozitívnak nevezhető „mellékhatása” a meghirdetett vételi és eladási árfolyamok közötti árrések – árfolyammarzsok – szűkülése.

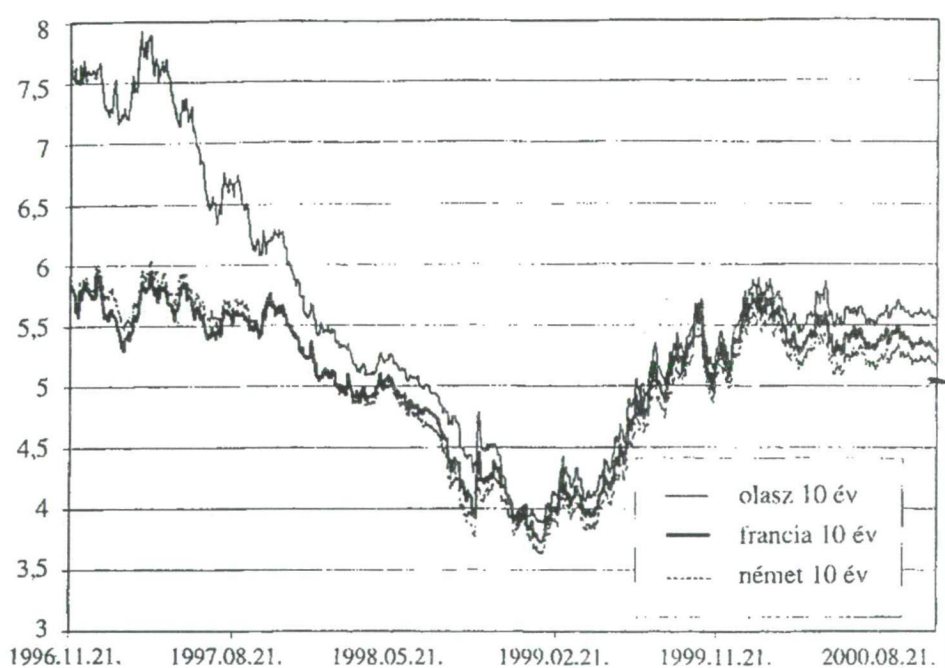
Fontos változást jelent az *állampapírok kockázatának átalakulása* is. A külföldi befektetők esetén eddig nyilvánvalóan meghatározó devizakockázati elem a zónán belüli befektetéseknél kiesett, míg a külső befektetők egységes eurókockázattal számolnak. Az adott deviza megbízhatósága, stabilitása, illetve az abba vetett bizalom, mint alapvető kereslet-meghatározó tényező, helyébe egyes vélemények szerint két olyan megfontolás lépett, amelyeket a devizaközpontú megközelítés tulajdonképpen rejtve eddig is magában hordozott. Az egyik az *adott állampapírcsoport likviditása*, míg a másik a *kibocsátók országkockázata*, országminősítése, amely a kibocsátó nemzetgazdaság megbízhatóságát, stabilitását tükrözi. (Feltehetően szerepet játszik a gazdasági megfontolásokat nélkülöző, érzelmi elemeket visszatükröző általános és egyedi befektetői vélekedés is az egyes kibocsátókról.)

Az országkockázati szempontot hangsúlyozó nézetek szerint az eddigi devizakockázat lényegében hitelkockázattá redukálódott a GMU állampapírpiacán, habár elismerik, hogy e kockázat lélektani összetevői jelentősebbek a mögötte álló gazda-

sági megfontolásoknál. Nagyon kicsi a valószínűsége ugyanis annak, hogy egy GMU-tag kibocsátó számára problémássá váljon lejáratkor egy államkötvényének visszafizetése.

Ezen elméleti jellegű véleménnyel szemben azonban az eddigi gyakorlati (piaci) tapasztalatok alapján az az álláspont tűnik megalapozottabbnak, amely szerint a monetáris unió egységes piacán jelenlévő állampapírok tekintetében az „országminőség” mint kockázati elem, illetve mint keresletbefolyásoló tényező elhanyagolható, meghatározó tényező ugyanakkor az adott részpiac terjedelme, valamint az adott állampapírok likviditása. Ez a magyarázata annak is, hogy az egységes piacon az olasz állampapírok bizonyos futamidők esetében alacsonyabb hozamokkal szerepelnek például a németeknél. Ez elsősorban a fejlett olasz állampapír-piaci infrastruktúrájának köszönhető (1. ábra).

1. ábra A 10 éves futamidejű állampapír hozama a német, a francia és az olasz piacon (1996. november 21 - 2000. augusztus 21., százalék)



Megjegyzés: PL: Lengyelország, H: Magyarország, GR: Görögország, CZ: Cseh Köztársaság, P: Portugália, IR: Írország.

Forrás: saját szerkesztés a Bloomberg hírügynökség adatai alapján.

A változások között harmadikként említendő a zónán belüli befektetők elvileg (jogilag) korlátlan állampapír-hozzáférési lehetősége, amely egyúttal komoly kihívás elé állítja a honi valuta védelmét elvesztő kibocsátókat. A GMU-s állampapírok-

nak egy olyan óriási piacon kell helytállniuk, ahol azonos kereslet, azonos hozzáférési feltételek mellett választhat az osztrák (a távolabbi jövőben magyar), illetve a német vagy francia állampapírok között. A biztos, minimális kockázatú értékpapírra vágyó, s a nemzeti pénznemben megbízó kisbefektető, aki korábban biztosan hazai állampapírt vásárolt, immár a honi valutát felváltó közös pénznemben denominált formában juthat hozzá az azonos módon elérhető és esetleg kedvezőbb kondíciójú külföldi kibocsátású papírokhoz. A GMU-n belül tehát a hangsúly egyértelműen az állampapírok nemzetközi versenyére helyeződik át.

A kapcsolódó uniós elvárásokat csoportosíthatjuk elméleti és gyakorlati aspektusból, illetve – ahogy a továbbiakból kiderül – az állampapír-piaci szereplők (kibocsátó, közvetítőrendszer, befektetők) szemszögéből. A következőkben konkrét példákat, gyakorlati kihívásokat tekintünk át az előttünk álló integrációs folyamattal kapcsolatosan.

### 3. Kihívások a kibocsátó szemszögéből

A magyar állam 2000 őszén még a térség egyik legnagyobb, meghatározó kibocsátója, az európai uniós és a monetáris uniós csatlakozás közeledtével azonban számos pozitív és negatív változással kell szembenéznie. Legelőször is a politikai elkötelezettség nyomán meg kell felelnie mindazon elvárásoknak, amelyeket a közös európai normák támasztanak a tagjelölt országokkal szemben.

*A magyar adósságkezelő szempontjából a legfontosabb változás, hogy megszűnik kibocsátói monopolhelyzete.* Amíg a magyar állam az önálló, forintalapú magyar gazdaságban meghatározó ár- és piacalakító tényező, addig az eurózónához közeledve egyre inkább árelfogadó piaci szereplővé válik. A monopolhelyzet elvesztésével a magyar kibocsátónak fel kell készülnie a versenyképes kibocsátásokra. A versenytársak az unióban nemcsak más állami adósságkezelők lesznek, hanem számtalan közepes és nagy költségvetéssel rendelkező vállalati kibocsátó is elorozhatja a magyar állampapíroktól a potenciális befektetőket.

A versenyképességi kérdések kettéoszthatók egyrészt az *adósság portfólió-szerkezetéhez kapcsolódó*, másrészt az állampapírpiac tágabb környezetéhez, az *infrastruktúrához kapcsolódó* kihívásokra. A portfólió-szerkezet három fő témakört érint: a kibocsátások devizanemét, az adósságelemek futamidejét, valamint a finanszírozás hozamszintjét. Ezek részletes megvizsgálását megelőzően azonban érdemes áttekinteni néhány, szintén az adósság-portfólióhoz kapcsolódó általános kérdést.

#### 3.1. Az adósság-portfólióhoz kapcsolódó általános kérdések

A gyakorlat eldöntötte azt a stratégiai kérdést, hogy az adósságkezelő szervezetnek milyen típusú (fix vagy változó kamatozású) nemzeti állampapírokra érdemes a finanszírozást alapoznia. A piaci tapasztalat azt mutatja, hogy a hangsúlyt a fix kamatozású állampapírok kibocsátására kell helyezni.



Egy kisebb, periférikus gazdaság kibocsátójának stratégiát kell választania. A lehetőségekhez képest meg kell próbálnia a futamidőket megnövelni, de ez nem feltétlenül az egyetlen lehetséges eszköz a versenyképesség fokozására. A piaci (befektetői) igények megfelelő felmérésével esetleg található olyan, az általánostól, a tipikustól eltérő befektetői igény, amely speciálisabb, a benchmarkoktól eltérő kondíciójú állampapírokat keres. Ha egy kellőképpen nagy és tőkeerős befektetői kör tekintetében ez az igény állandó, akkor megfontolandó a kibocsátó számára, hogy erre a piaci részre játsszon.

Ilyen piaci részt kívánt betölteni a tőkeindexált (inflációval folyamatosan igazított tőkekövetelésű, garantált reálhozamú) államkötvény is, amelynek kibocsátásával szinte minden fejlett tőkepiacon próbálkoztak már – 1998-ban hazánkban is. Általánosan elmondható azonban, hogy az elméleti előkészítés ígéreteit nem igazolták vissza gyakorlati sikerek. A világ fejlett és fejlődő piacainak befektetői kultúrája általában kevésbé tartja fontosnak a reálhozam garanciáját, sokkal inkább érdekelt a minél magasabb nominális kamatok realizálásában, és jobban értékeli a likvid másodlagos piacot. Ezt pedig kétségtől a fix kamatozású kötvények képesek a legjobban biztosítani.

Stratégiai megfontolások vezérlik azokat is, akik szerint érdemes lenne elgondolkodni egy esetleges összekapcsolt, netán regionális kibocsátáson. A felvetés – adottságaiból és állampapír-piaci paramétereiből kifolyólag – a későbbiek során hazánkat is érintheti.

Mivel a GMU állampapírpiacon a befektetői döntéseket (valutakockázati, országhozzá tartozó stb. megfontolások helyett) szinte kizárólag az adott állampapír likviditása befolyásolja, ebből a szempontból a kis piacú, alacsony állományú kibocsátók hátrányban vannak a nagy és tőkeerős államokkal szemben. A monetáris unió állampapírpiacon a kis államok (mint kis kibocsátók) komoly kihívással néznek szembe, mert kénytelenek beszállni a befektetőkért vívott, az eddigieknél jóval kiélezettebb versenybe. A probléma tehát az, hogy a kis (rész)piacok állampapírjainak nincs likviditása. Egyértelműen megfigyelhető tény, hogy – az előzetes várakozásokkal ellentétben – az országhozzá tartozó elem (besorolás) nem játszik számottevő szerepet a GMU piacon jelenlévő befektetők döntéshozatala során. A közös valuta bevezetése miatt a zónán belül magától értetődően kiesett a devizakockázat, mint befektetési motíváló tényező. Az eddigi tapasztalatok alapján azonban a különböző országminősítések sem kapnak állampapír-vásárláskor hangsúlyt, a szinte egyetlen meghatározó tényező az adott portfólió likviditása. Ez két tényezővel is magyarázható. Egyrészt egy államcsőd reális esélye a GMU-tagok körében gyakorlatilag zárt, másrészt, ha ez mégis előfordulna, akkor a tagállamok minden bizonnyal a bajba jutott ország kisegítése mellett döntenének. Pusztán gazdasági, racionális megfontolások alapján nem is igen tehetnének mást, hiszen az EKB a közösségi szabályok értelmében erre nem jogosult, a csődbe jutott tagállam viszont az egész monetáris unió működésének biztonságát, a közös valuta árfolyamának stabilitását veszélyezteti.

Éppen e likviditáshiányból származó hátrány leküzdését szolgálhatja a már említett *regionális kibocsátás*, amelynek lényege abban áll, hogy a nagyjából hasonló gazdasági háttérrel rendelkező, GMU-piaci léptékkal mérve külön-külön szerény adósságállományú országok állampapírjaik likviditásának biztosítása végett közös kibocsátásokat végezhetnének. Ezzel olyan közös, likvid állampapír-portfóliókat hozhatnánk létre, amelyek piaci versenyesei jobbak, mint a szegregáltan kibocsátott nemzeti portfólióké.

### 3.2. *Deviza-denomináció*

Hazánk uniós csatlakozás előtti állampapír-piaci stratégiája szempontjából alapvető jelentőségű kérdés a *kibocsátások devizaneme*. A kérdést valójában két devizanem, a forint és az euró közötti választásra, illetve azok valamilyen kombinációjára lehet leegyszerűsíteni, mivel más devizanemben történő kibocsátáshoz nehezen kaphatna felhatalmazást az adósságkezelő. Ne feledkezzünk meg arról, hogy a kibocsátás történhet más devizanemben is, hiszen a nemzetközi pénzpiacon származékos üzletekkel ez a devizakockázat átalakítható eurókockázattá. Az euró melletti érvek között meg kell említeni, hogy a magas forintinfláció – elsősorban a befektetők hivatalos elképzelésektől esetlegesen eltérő inflációs várakozásai, illetve a tehetetlenségi infláció miatt – akadályozza a hosszú távú (10 év feletti) forintban denominált államkötvények kibocsátását.

Az euró kibocsátás ugyanakkor komoly devizakockázattal bír a hazai kibocsátó szempontjából, hiszen a forint jelentős mértékű leértékelése számottevően növelheti az adott portfólió költségigényét, az államadósság forintértéke ezzel újabb kibocsátások nélkül is folyamatosan emelkedhet. A kibocsátó szemszögéből tehát jelenleg egyértelműen az euró jelent devizakockázatot, mivel a magyar költségvetés forinthalapon tervezi és működteti költségvetésének bevételi és kiadási oldalát.

A devizaalapú kibocsátások azonban a befektetői bázis növelésére mindenképpen hasznosak. Amennyiben a magyar kibocsátó hosszú ideig távol tartja magát a nemzetközi kötvénypiacról, akkor a későbbi kibocsátások során nehezebb dolga lesz. A forgalmazók és a befektetők jobban szeretik a rendszeres kibocsátói aktivitást: hosszabb „kihagyás” után magasabb felárral és tartózkodóbb keresleti oldallal kell számolni.

A legkézenfekvőbb megoldásnak az tűnik, ha a magyar kibocsátó egyaránt támaszkodik belső és külső finanszírozásra, azokat megfelelő rendszerességgel és kiszámíthatósággal bonyolítja le, továbbá összehangolásukat elsősorban más portfólió-szerkezeti kérdésekre, például a futamidő növelésére alapozza.

### 3.3. *Futamidő*

Minden állami kibocsátó célja, hogy elfogadható költségszint mellett, rövid és hosszú távon egyaránt biztonságos módon legyen képes a költségvetés számára szükséges forrásokat előteremteni. A forintban denominált magyar adósság rövid fu-

tamidejű instrumentumokra koncentrálódik: 2000 elején a belföldi adósság 40 százaléka egy éven belüli lejáratúval rendelkezett, további 15 százalék lejáratú pedig 2001-re esett. Nem meglepő tehát, ha a magyar belföldi adósság duration mutatója ugyanekkor 1,11 év, szemben az OECD-országok 3-7 éves sávban található értékeivel.

A magyar kibocsátó célja értelemszerűen a *futamidő* – és ezzel a duration – *hosszabbítása*. Ez egyrészt piaci, versenyképességi követelmény, másrészt a hosszabb futamidejű állampapírok kibocsátása a biztonságos államadósság-kezelés szempontjából is kívánatos. 1999 eleje óta a 10 éves államkötvény a leghosszabb futamidejű fix kamatozású termék. Önmagában nem lehet további jelentős eredményeket elérni a hosszabb futamidejű, 5-10 éves kötvények kibocsátott mennyiségének fokozatos emelésével. Érdemi és megfelelő változást az jelenthet, ha a kibocsátásokban egyúttal szerkezeti változások is bekövetkeznek. Célszerű lenne az éven belüli lejáratú kincstárjegyek és a kétéves futamidejű kötvények rovására a 3-10 éves futamidejű kötvények arányát növelni. A portfólió hosszítása során figyelembe kell venni, hogy a lejáratok egyenletes eloszlásúak legyenek, az esedékességek ne okozhassanak túlzott mértékű finanszírozási kockázatokat, nagy kitettséget a költségvetésnek.

A hosszú lejáratú állampapírok kibocsátásának *akadálya lehet a viszonylag magas inflációs szint*. Márpedig egy átalakuló, fejlődő és nagy ütemben növekedő gazdaságban az infláció nagyon alacsony szinten nem tartható. Eddig meglehetősen kevés példa akadt a világban arra, hogy egyszerre sikerült volna megvalósítani legalább középtávon a gazdasági növekedést és az inflációcsökkentést. A befektetők egy stabilnak még nem nevezhető gazdasági helyzetben a hosszú távú államhitelezési tranzakcióikba kockázati prémiumot kívánnak beépíteni. Egy esetleges magasabb hozamszint rögzítése viszont adott esetben (például a tehetetlenségi infláció miatt) veszélyeztetheti az állami célok elérhetőségét. A kulcskérdés tehát, hogy *sikerül-e megtalálni azt a futamidőt, illetve hozamszintet, amely megnyeri a befektetők bizalmát, de ugyanakkor megfelelő az állami célkitűzések szempontjából is*.

A hosszú lejáratú állami értékpapírok kibocsáthatóságának *másik akadályát a fejletlen másodlagos piac jelentheti*. Minél hosszabb futamidejű egy állampapír, ez a probléma annál markánsabban jelentkezik, annál inkább múlhat az adott állampapír piacképessége a másodlagos piac fejletlenségén. Így tehát a hosszú távú állampapírok kibocsátása az adott másodlagos piac fejlettségének is fokmérője.

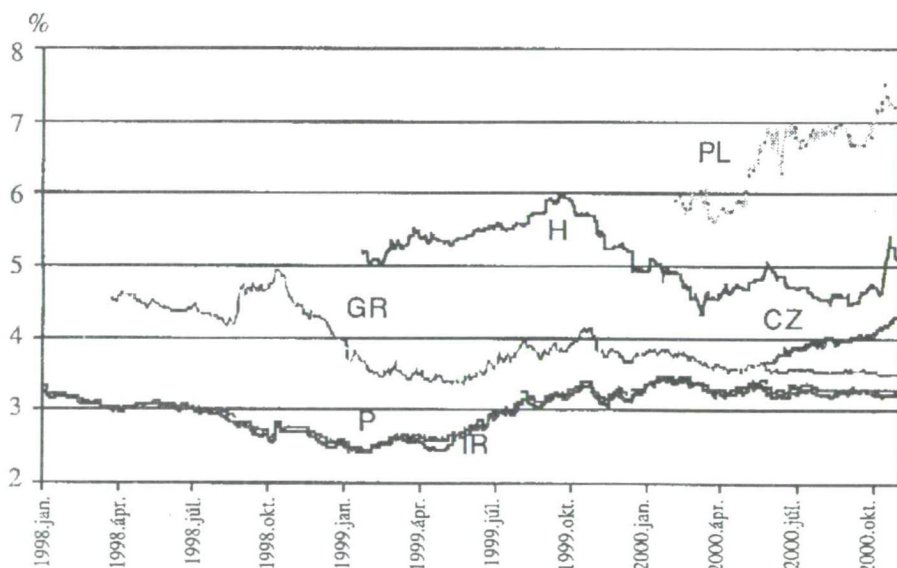
A portfólió futamidejének hosszabbítását két externális tényező is támogatja. Ezek alapján még hosszabb futamidejű terméket, például egy 15 vagy 20 éves instrumentumot kellene a piacon megjelentetni, mivel az jótékonyan hatna a 10 éves kötvény likviditására. Ez nemcsak pszichológiai kérdés, de a gyakorlati tapasztalat azt mutatja, hogy komoly mértékű spekulációt indíthat meg a két hosszú futamidejű termék piaci megítélése. Szintén pozitív externáliát jelentenek a hosszú futamidejű papírok likviditására a hosszú lejáratú származékos kontraktusok és mindazok a tőkepiaci eszközök, amelyekkel spekulációs vagy kockázatfedezési műveleteket lehet végrehajtani (kölcsönzés, repó, swap). A fejlett tőkepiacokon már évekkel ezelőtt

megfordult az ok-okozati összefüggés, és egyre nagyobb volumenben kereskednek határidős termékekkel, mint az alapterméket képező állampapírokkal.

### 3.4. Hozam

A kötvénybefektetések kockázatainak átalakulása miatt – ahogy azt korábban taglaltuk – az országkockázat helyett egyértelműen a likviditás határozza meg a szükséges felár mértékét az egységesülő európai állampapírpiacra. Az eurózónához való közelítés során a magyar állampapírok esetében is a likviditási helyzethez viszonyítottan lehet meghatározni a hozam szükségszerű mértékét. Természetesen az euró magyarországi bevezetéséig még gyengébb országminősítésünk<sup>9</sup> miatt – a likviditási feláron túl is – némi többlethozamot várnak el a nemzetközi befektetők a magyar állampapíroktól, de ez a tényező az integrációval párhuzamosan folyamatosan jelentőségét veszti (2. ábra). A magyar adósságkezelő szervezet számonkérése esetén akkor lehetünk elégedettek tehát, ha a magyar állampapírok felára a lehető legközelebb van ahhoz a sinthez, amit adósságunk és egyes sorozataink mérete a gyengébb likviditás formájában indokol (Nemescsói 1998).

2. ábra 10 éves futamidejű, hazai devizában denominált államkötvények hozama (1998. január - 2000. október, százalék)



Megjegyzés: PL = Lengyelország, H = Magyarország, GR = Görögország, CZ = Cseh Köztársaság, P = Portugália, IR = Írország

Forrás: saját szerkesztés a Bloomberg hírgyűjtemény adatai alapján.

<sup>9</sup> A Moody's 2000. november 14-én javította A3 szintre külső adósságunk minősítését.

#### 4. Feladatok a közvetítőrendszer aspektusából

Az EU-tagországok adósságkezelői, a magyar kibocsátóhoz hasonlóan, a befektetőket az e célra specializálódott intézményi közvetítő közege, elsődleges forgalmazókon keresztül éri el, akik bizonyos kiváltságok fejében kötelezettségeket vállalnak. Így biztosítható például a kibocsátó számára az aukciókon való aktív részvétel vagy a másodlagos piaci árjegyzés.

A magyar kibocsátó jelenleg 13 elsődleges forgalmazóval tart szerződéses kapcsolatot. Az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) az előttünk álló néhány évben e területen jelentős változásokra számíthat, amelyek három tényezőre is visszavezethetők.

1. Hazánkban mostanában pezsdült fel igazán az a folyamat, melyet az 1997-ben bevezetett hitelintézeti és értékpapírtörvényben megfogalmazott univerzális banktevékenység biztosít a magyar bankoknak. Azaz várhatóan egyre több bank olvasztja be magába korábban létrehozott brókercégét, és befektetési szolgáltatási tevékenységet is végző (univerzális) bankként működik tovább mind a pénz-, mind a tőkepiacon, akár elsődleges állampapír-forgalmazóként. Itt említendő meg az a tény is, hogy a magyar piacra is komoly hatással lesz a világ nagy bankjainak, befektetési házainak fúziós hulláma.

2. A globalizálódó tőkepiacon a nemzetközi tőkepiaci szereplők külföldi központjaikból irányítják az egyes részpiacok tevékenységét. Amennyiben a magyar szabályozás megengedi, akkor könnyen elképzelhető, hogy londoni vagy frankfurti bank- és brókerközpontok tesznek közvetlenül aukciós ajánlatokat, jegyzik majd az elsődleges forgalmazói árakat, vagy kereskednek a tőzsdén, akár mint a Budapesti Értéktőzsde tagjai.

3. A közvetítőrendszert nagyban befolyásolja az információtechnológia fejlődése, hiszen például az internet is egyszerűbbé, gyorsabbá és olcsóbbá teheti az értékpapírok közvetítését.

Az információs forradalom hatásának következtében felmerül a kérdés, hogy szükséges-e tovább fenntartani intézményesített közvetítő közeget, mivel a business-to-business kommunikáció az internet korában lehetővé teszi, hogy a piaci kereslet és kínálat ármeghatározó folyamata mentén közvetlenül a befektetőkhez kerüljenek az állampapírok. Az e-business legnagyobb sikereit többek között éppen az aukciós értékesítések jelentik. A világ értékpapír-piaci működésének ugyanakkor nem fordíthat háttér a magyar állami kibocsátó, így túl azon, hogy az új értékesítési csatorna igen komoly informatikai fejlesztést kívánna, meg kell várni, míg a világ tőkepiacán általánosabbá válik az internet szerepvállalása. Ráadásul, mint minden elsődleges forgalmazói rendszerben, a kibocsátó Magyarországon is még jó néhány évig rászorul a primary dealerek egyéb „szolgáltatására”. A forgalmazók nemcsak másodlagos piaci likviditást biztosítanak árjegyzésük révén, de érdemi kockázatot vállalnak át az

ÁKK-tól a kibocsátások sikerességét illetően. A kibocsátónak ugyanakkor folyamatosan meg kell követelnie a forgalmazói körben a versenypiacot, nehogy a koncentráció összejátszási lehetőséget biztosítson a forgalmazóknak. A szereplők számát tekintve nem indokolt olyan intézkedéseket hozni, amelyek jelentősen csökkenthetik a forgalmazói kör létszámát, ugyanakkor folyamatosan szigorodó tőkeelvárásokkal fokozatosan el kell érni, hogy az uniós csatlakozáskor a magyarországi forgalmazók felkészülve várják a nyugati versenytársaikat.

Ahogy erről már szó volt, az eddigi, „szeparált” állampapírpiacon nézve általános likviditás-emelkedés következik be, mivel az egyes nemzeti kibocsátású papírok a korábbi piaci terjedelem sokszorosán válhatnak egységesített formában hozzáférhetővé. A kibocsátott állampapír-sorozatok száma a koncentráció miatt csökken, ugyanakkor a forgalmazói kör a nemzetközi közvetítőrendszer miatt kitágul. Ennek eredményeként egy állampapírra az eddiginél több forgalmazó jut, ami kétségkívül a verseny kiéleződéséhez, a likviditás növekedéséhez vezet. E folyamat kisbefektetői szempontból mindenképpen pozitívnak nevezhető „mellékhatása” a meghirdetett vételi és eladási árfolyamok közötti árresek – árfolyammarzsok – szűkülése, ami értelemszerűen a közvetítői közeg szempontjából haszonkiesést eredményez.

A kibocsátás módja is változhat, annak ellenére, hogy az aukció létjogosultsága mind gazdaságossági mind átláthatósági szempontból vitán felül áll. A konzorciális kibocsátás ugyanakkor teljesen elfogadott értékesítési metódus az idegen devizanemekben történő vagy globális kibocsátások során. Természetesen ilyen esetekben a konzorcium kiválasztása is versenyeztetésen keresztül valósul meg. Az elsődleges forgalmazók a kibocsátásban való aktív részvételen kívül más feladatokat is ellátnak, ezért a kibocsátóknak szüksége van egy stabil elsődleges forgalmazói körre. Megtartásuk érdekében érdemes kombinálni a két kibocsátási módot, például oly módon, hogy legelső alkalommal egy konzorcium értékesíti a kibocsátás első nagyobb tételét, amit több alkalommal aukciós „rábocsátások” követhetnek. Így már az első alkalommal megfelelő likvid tétel kerülhet a piacra, a konzorcium tagjait pedig díjjal lehet jutalmazni, illetve ösztönözni az aktívabb részvételre.

## 5. A befektetői magatartás megváltozása

A magyar állampapírok iránt megnyilvánuló befektetői attitűd jelentősen megváltozhat hazánk integrációs folyamatának különböző szakaszaiban. Az 1957-es Római Szerződésben megfogalmazott negyedik alapszabadság, a szabad tőkeáramlás megvalósíthatósága még jó néhány devizaliberalizációs lépést igényel Magyarországon. Ennek egyenes következménye, hogy a jelenlegi helyzethez képest *változnak majd a külföldiek magyarországi értékpapír-vásárlási lehetőségei és szokásai, de a magyar lakossági és intézményi megtakarítók is szabad utat kapnak határon túli befektetéseik során.*

Megfigyelhető, hogy a magyar állampapírok keresleteként egyre nagyobb mértékű külföldi tőke jelenik meg. E folyamatnak nagy lökést adott 1999-ben a monetáris unió létrejötte. Számos nemzetközi intézményi befektetőnél ugyanis megszűnt a különféle devizákban befektetett portfóliók devizánkénti széttagoltsága, és új devizanemeket próbáltak keresni a kockázatok diverzifikálásra. Bár néhány fejlett európai gazdaság nem az eurót használja elszámolási eszközként, az európai devizanemek száma egy csapásra jelentősen csökkent. Éppen emiatt, a kockázati diverzifikációra jó eszköznek tűnnek az uniós tagjelölt országok állampapírjai. Az európai értékpapírokba fektető nagy befektetési alapok és nyugdíjpénztárak előszeretettel válogatnak közép-európai papírokat is befektetéseik közé, mivel az euró súlyának csökkentése érdekében újabb pénznemekkel diverzifikálhatják portfóliójuk devizaszerkezetét. A diverzifikálás mellett természetesen egyre erősebb lesz a konvergencia-stratégia hatása hazánk állampapírpiaására, azaz az arra való spekulálás, hogy a magyar hozamoknak el kell érniük az uniós hozamszintet.

A befektetői magatartás megváltozásának eshetőségét elemezve visszakanyarodunk a kibocsátók versenyhelyzetéhez, ahogy az egységesülő európai állampapírpia kibocsátói aspektusból az előbbiekben már vizsgáltunk. Mindezt igazából a befektetők szabad választási lehetőségei, azaz a rugalmasan (rugalmasabban) idomuló keresleti oldal és a versenyző kibocsátókból álló kínálati oldal teheti hatékonyabb piaccá. A befektetők megtakarításaikat természetesen ott kívánják elhelyezni, ahol kényelmüknek megfelelően, a kockázatokkal összhangban álló legmagasabb hozamokat tudják realizálni. A kockázatok tekintetében éppen a befektetői döntések okozzák azt, hogy a monetáris unió tagjaival szemben nem értelmeznek országhoz tartozó különbségeket, sőt az eurózónán kívül maradó EU-tagállamok tekintetében sem differenciálnak ezen az alapon. A hozamkülönbségek okai sokkal inkább a másodpiaci likviditásnál és az általános állampapírpia infrastruktúrájánál keresendők. A kérdés tehát az, hogy a befektetők egy állampapírból milyen könnyen tudnak tetszőleges időpillanatban adni-venni kisebb és nagyobb mennyiségeket a másodlagos piacon, az ügyletek milyen költségű és biztonságú elszámolási rendszerben teljesülhetnek, illetve a piac szereplői mennyire folytatnák átlátható és kiszámítható tevékenységet.

A kényelmi okok magyarázzák ugyanakkor, hogy a befektetők minimális többletjövedelemért nem rúgják fel már bevált üzleti kapcsolataikat, ragaszkodnak a korábban megismert termékekhez. Különösen a kisbefektetők ragaszkodása jellemző, ezért a jövőbeli liberalizált magyar tőkepiacok között a kisbefektetőket lesz legnehezebb elcsábítani a magyar állampapíroktól. Az intézményi befektetők – akiknek érzelmeik nincsenek, csak érdekeik – sokkal könnyebben mozdulnak majd más piacok irányába. Ez nemcsak a többlethozamok miatt lehet így, hiszen könnyen elképzelhető olyan forgatókönyv, miszerint az európai integráció velejárója lesz a hazánkban lévő külföldi leánybankok bankfiókká alakítása, így azok treasury- és a vagyonkezelési tevékenységével kapcsolatos döntések is az európai pénzügyi központokban fognak megszületni.

A magyar kibocsátónak azonban nem kell aggódnia az esetleges sikertelen aukciók miatt, mivel éppen a szabad tőkeáramlás és a rugalmas befektetői magatartás garantálja a rendszerben, hogy az állampapírok mindig lejegyzésre kerülnek, ha magasabb egyensúlyi hozamszint mellett is. Ez a fajta biztonság már a ma működő kibocsátási rendszerben is megtalálható, de egy egységes európai piacon sokkal stabilabbá válik nemcsak az aukciós kereslet, hanem a másodlagos piac keresleti és kínálati oldala is.

Mindemellett a befektetők a szélesebb választási lehetőségek mellett, az alacsonyabb tranzakciós költségek miatt is jobban járnak az európai állampapírpiacon. A kibocsátók és forgalmazók erősödő versenyhelyezete ugyanis egyértelmű előnyöket okoz a befektetői oldal részére, gondoljunk mindjárt a szűkülő árfolyammarzsra.

## 6. Infrastrukturális kihívások

A magyar állampapírpiacon európai uniós felzárkóztatása során, számos olyan tennivaló van, amely általános, piaci *infrastrukturához kapcsolódó* feladatot jelent. Az elvárások nem mindig jelentenek leírt, direktívában megtalálható feltételeket, sokszor arról van szó: hazánknak elemi érdeke követni az uniós sztenderdeket azért, hogy megtartsuk vagy megszerezzük a befektetői érdeklődést, bizalmat. A feladatok egy része lényegében már megoldott, legfeljebb csak finomításra szorul, más feladatok pedig szándékot, majd döntést igényelnek, és néhány hónapos (éves) kemény munkával elvégezhetők. A következőkben a teljesség igénye nélkül igyekeztünk felvonultatni a főbb teendőket.

*Harmonizálni kell statisztikai rendszerünket:* hazánknak is fel kell készülnie a makrogazdasági adatok új, ESA-95 rendszerben történő számbavételi rendjére, melynek bevezetésével Európa fejlett államai is éppen most küszködnek. Az átállás sok szempontból nehézkes, ráadásul az eredmények különbségeket mutathatnak a korábbi SNA, illetve GFS számbavételi rendhez képest. A konvergencia-kritériumokat (az éves konvergencia-jelentésekben) az új statisztikai rendszer szerint kell majd kimutatnunk.

*Az állami kibocsátóknak mindent meg kell tenniük annak érdekében, hogy termékeik a befektetők számára valóban a legmagasabb biztonságú befektetést jelentsék.* A magyar állampapírok befektetői kevésbé vannak tudatában annak, hogy a befektetési szolgáltatókon keresztül vásárolt és nyilvántartott állampapírjuk kockázati szintje az állam adóskockázatán felül a közvetítő kockázatát is tartalmazza. A brókerbotrányok ugyan felszínre hozták a közvetítőrendszer és a letétkezelési szabályozás problémáit, ám komoly rendszerbeli változtatásokra a mai napig nem került sor. Amíg az elszámolást és a nyilvántartást más fejlett és fejlődő tőkepiacon is a kereskedést végző brókercégtől független letétkezelő (bank) végzi, addig hazánkban mindkét tevékenység egyazon brókercégnél található, ami visszaélésre ad lehetőséget. Az állampapírok kamatfizetésekor és törlesztésekor a kibocsátó hiába teljesíti



ígéretét, azaz kifizeti a befektető járandóságát, ám a jóváírások a bróker cég számláján történnek meg, tehát az rendelkezik felette. Mint ahogy minden láncban a leggyengébb láncszem határozza meg az erősséget, ebben a folyamatban is az állampapír-befektetés kockázatát jelentősen befolyásolhatja a közvetítő bróker cég. Az állampapír-befektetés garanciájának növelése érdekében esetleg célszerű lenne, ha az ÁKK egyrészt indítványozná a központi elszámolóházban (KELER-ben) lévő befektetői regisztrációs rendszer bevezetését, másrészt az ÁKK még aktívabban támogatná marketingeszközökkel az elsődleges forgalmazókat, amelyek prudens tevékenységéről a forgalmazói szerződés alapján akár helyszíni vizsgálatok alapján is jogosult meggyőződni.

*Az ÁKK-nak további lépéseket kell tennie az állampapírpiac átláthatóságának növelése érdekében.* Bár a 2000 tavaszán a Valutaalap és a Világbank által végzett közös felmérés megerősítette az elsődleges piac átláthatóságának magas szintjét, a másodlagos piac transzparenciáját közepesnek és tovább fokozandónak minősítették. Ezen a fronton a kibocsátó – a felügyeleti hatósággal együttműködve – sűrűbbé tehetné a jelenleg hetente utólagosan begyűjtött adatszolgáltatást, illetve gyakoribb helyszíni ellenőrzéseket tarthatna az adatszolgáltatás valóságtartalmának megvizsgálása céljából. Meg kell jegyeznünk, hogy az állampapírok OTC-forgalmazását szinte minden tőkepiacon bizonyos szintig homály fedi. Különösen így van ez kisebb állampapírpiacokon, ahol néhány intézményi befektető rendelkezik komoly befolyással. Mindez azzal magyarázható, hogy a piaci szereplők – többek között a nagy üzleti volumenek miatt is – igénylik a nyilvánosság korlátozottságát, a nagyobb átláthatóság visszavetné a tőzsdén kívüli piac likviditását.

A számviteli nyilvántartások jelentősen befolyásolják a fennálló államadósság mérését. A kincstári tevékenységhez félig-meddig integrálódott ÁKK ugyanis pénzforgalmi szemléletben könyveli az adósságkezelési tevékenységet, amely szemlélet nem ismeri a kamatok időbeli elhatárolásának lehetőségét. Ezáltal komoly különbségek alakulnak ki a számvitelileg nyilvántartott és a pénzügyileg egyébként kimutatható állami tartozásokkal kapcsolatban. A makrogazdasági mutatók ESA-95 rendszer szerinti nyilvántartására történő átállás mellett figyelemmel kell lenni a pénzforgalmi szemléletből fakadó problémák leküzdésére, és az olyan igényeknek való megfelelésre is, amelynek során a piaci árfolyamváltozásból származó átértékelések módosítanak a tőketartozás és az adósság mértékét is.

Az állampapírpiac fejlesztésével kapcsolatosan az uniós tagjelölteknek számos *operatív intézkedést* is meg kell tenniük.

1. Kibocsátási naptárat kell létrehozni, illetve átlátható és más uniós kibocsátókkal egyeztetett kibocsátási tevékenységet kell folytatni. Az ÁKK már 1996 óta egyre nagyobb figyelmet fordít arra, hogy átlátható és a befektetők által kiszámítható kibocsátási politikát folytasson, ezért rendszeres aukciókat tart, és egész évre vonatkozó kibocsátási naptárat tesz közzé, amely a kibocsátási (aukciós) időpontokat, illetve a felajánlásra szánt instrumentumokat tartalmazza. Jelenleg azonban az ÁKK még

fenntartja a jogot, hogy csupán az aukció előtti héten tegye közzé felajánlását, amit az aukció folyamán 25 százalékkal módosíthat. A rövid távú piaci keresleti viszonyokhoz igazodva még az instrumentumokban is válogathat, a piaci helyzetre érzékenyen reagáló 10 éves fix kamatozású kötvényt például a forrasszerzés sikere érdekében változó kamatozású kötvényre cserélheti az aukciót megelőző héten. Az uniós elvárások szerint ugyanakkor a kibocsátóknak minden negyedévre pontos, kibocsátási mennyiség szerint is részletezett kibocsátási naptárt kell közzétennie, ezért a magyar kibocsátóra e téren is további fejlesztés vár (Wermeser 1999).

2. Az uniós normák mintájára egységesíteni kell az állampapírpiacon konvenciókat:

- Az állampapír-piaci elszámolás az eurózónában T+3 napos, azaz a kötés napját követő harmadik munkanapon történik meg. Ez természetesen csak az intézményesített kereskedési tevékenységekre (tőzsdei forgalom, tőzsdén kívüli árjegyzési kötelezettség, aukció) vonatkozik, az eladó és a vevő az egyes ügyletek során ettől eltérően is rugalmasan megállapodhat. Magyarországon már 1998-ban sikerült az általános T+5 napos tőzsdei elszámolást T+2 napra csökkenteni az állampapír-szekcióban, hosszabb elszámolási időszak jelenleg már csak az aukciókhoz (tehát az elsődleges piachoz) kapcsolódik (T+4 – T+6 nap). Ennek csökkentése már csak azért is ajánlott, mert a közvetítő elsődleges forgalmazók – illetve a mögöttük álló befektetési szolgáltatók – működésében jelentős mértékű kockázatnak kitett pozíciót képvisel az ügyfelek által adott aukciós megbízások fedezetlen hányada.
- Az állampapírok kamatfizetését az eurozóna kötvénypiacán kialakult sztenderdnek megfelelően éves gyakoriságra szükséges módosítani. Magyarországon az 1990-es évek közepén kialakult magas, 30 százalék feletti nominális kamatszint tette indokolttá azt, hogy a kifizetendő kamatok lehetőleg egyenletesebben, két részletben terheljék a költségvetést, ráadásul a piaci likviditásra is jótékony hatással volt, hogy a kamatfizetés okozta likviditásbőség éven belül megosztva jelentkezett. A kamatszint nagymértékű csökkenése miatt ezek az érvek már kevésbé aktuálisak, ezért új kötvény-sorozatainál a magyar kibocsátó is könnyebben igazodhat az éves kamatfizetési gyakorisághoz.
- Meg kell változtatni a belföldi piacon a hozam- és kamatszámítási konvenciót, igazodva a közös európai ún. „napszámítási” sztenderdhez (aktuális/aktuális). A fix kamatozású értékpapírok esetében mind a felhalmozott és kifizetendő kamat, mind a hozammutató éves szintre történő arányosítása (annualizálása) során az eltelt napok a ténylegesen eltelt naptári napokat jelentik, míg a viszonyítási alapot (bázisév) az adott évben lévő naptári napok adják. A magyar befektetőkel az 1990-es évek elejétől kezdve sikerült elfogadtatni azt a ma is működő rendszert, miszerint a magyar kibocsátó a február 29-i értéknapi nem fizet kamatot, és a szökőnaptól függetlenül mindig 365 napos bázisévhez viszonyítva annualizálunk.

- Az eurózónába érkezve újra kell majd denominálni (euró alapon) a korábban kibocsátott magyar állampapírokat (redenomináció).
- A kibocsátónak meg kell szüntetnie az anonim befektetések lehetőségét. Erre az igényre reagálva az ÁKK 2000 folyamán meghirdette, hogy névre szólóvá kívánja átalakítani a Magyarországon legszélesebb értékesítési hálózattal rendelkező anonim befektetést, a Kincstári Takarékjegyet.<sup>10</sup> A további biztonsági lépések között kell említeni a dematerializációt, amely ugyan nem közösségi szintű jogszabályi előírás, ám magas szintű biztonsági formát jelent értékpapír-befektetés esetén.

### Felhasznált irodalom

- Horváth Á. – Szalai Z. 1998a: A monetáris politika eszköztára az európai Gazdasági és Monetáris Unióban. *Külgazdaság*, 12, 4-23. o.
- Horváth Á. – Szalai Z. 1998b: *Gazdasági és Monetáris Unió*. MNB Műhelytanulmányok, MNB, Budapest.
- Hetényi G. – Hünlich Cs. – Mocsáry P. 2000: *Az Európai Unió pénzügyi rendszere*. Változó Világ sorozat, 35. Útmutató, Budapest.
- Nemescsói A. 1998: Az EMU létrejötte - hatása az állampapírpia
- Rácz M. 2000: Az euró első éve és a rövid távon várható változások. *Közzgazdasági Szemle*, 10, 843-856. o.
- Wermeser Zs. 1999: *Amit a hazai állampapírokról tudni kell*. ETK-füzetek. Dinasztia Kiadó, Budapest.

<sup>10</sup> 2002-ben a bankszámlák és értékpapírok esetében is megszűnt az anonimitás. A szerk.

## Fiskális transzparencia – jelzőszámok nélkül?

P. Kiss Gábor<sup>1</sup>

*A tanulmány egyik megállapítása, hogy – a vizsgálat céljától függően – egyidejűleg többféle fiskális jelzőszámra van szükség. Ezzel párhuzamosan arra is felhívjuk a figyelmet, hogy alapvető fontosságú a különböző mutatók elméleti háttérének ismerete. Csak ebben az esetben lehet eldönteni, hogy egy konkrét elemzéshez milyen jelzőszámot érdemes választani, illetve a meglevő mutatókat hogyan célszerű módosítani. Összehasonlítjuk továbbá a statisztikai szttenderdek alapján előállított mutatók és az elemzési célra készített jelzőszámok előnyeit és hátrányait. A statisztikai mutatók látszólagos előnyeik ellenére gyakran sem az egyszerűség igényének, sem az összehasonlíthatóság követelményének nem felelnek meg. Ez annak a következménye, hogy a statisztikai szabályok mechanikus alkalmazása csak formális összehasonlíthatóságot biztosít. A tartalmi összevethetőség előfeltétele, hogy megfelelő alternatív elemzési-közgazdasági mutatók is definiálhatóak legyenek. Szerepel a tanulmányban az MNB által alkalmazott elemzési célú alap-mutató (SNA deficit) bemutatása, illusztrálva azt is, hogy e mutató alapján hogyan jellemezhető a kilencvenes évek fiskális politikája a keresleti hatás alakulását tekintve.*

*Kulcsszavak: transzparencia, deficit, nettó pénzügyi vagyon, ESA, GFS*

### 1. Bevezetés

Az elmúlt évtized egyik meghatározó jellemzője az államadósság piaci finanszírozásának térhódítása és részben ezzel összefüggésben a fiskális transzparencia folyamatos fejlődése volt. A fiskális transzparencia az állam pénzügyeinek legszélesebb értelemben vett átláthatóságát jelenti, beleértve a fiskális politika célkitűzéseinek áttekinthetőségét, működési mechanizmusainak világos szabályozását és a fiskális információk megbízhatóságát, időben történő közlését. Ennek mértéke a következő években – az EU csatlakozás követelményei miatt is – tovább fog javulni. Az átláthatóság érvényesülésének akadályá azonban a közgazdasági jelzőszámok hiánya. Valódi transzparencia ugyanis nem képzelhető el abban az esetben, ha a döntéshozók nem képesek a passzív és aktív hatások (adottságok és intézkedések) elkülönítésével egyértelművé tenni a fiskális politika céljait, és ennek következtében a

---

<sup>1</sup> Dr. P. Kiss Gábor, főcsoportvezető, Magyar Nemzeti Bank (Budapest).

piaci szereplők sem tudják reálisan értékelni a terveket és azok megvalósulását. E téren történt ugyan bizonyos előrelépés, így a döntéshozatalnál bizonyos mértékig figyelembe veszik a hivatalos hiányból származtatott elsődleges egyenleget, a Magyar Nemzeti Bank (MNB) pedig rendszeres kiadványaiban a hivatalostól eltérő, inkább közgazdasági, mint statisztikai jellegű hiánymutatókat közöl. A piac azonban értetlenül fogadja azt, hogy egyidejűleg többféle mutató jelenik meg, hiszen a deficit tipikusan olyan kategória, amiről mindenki beszél, de senki sem tudja, hogy pontosan micsoda. Ez a tanulmány ezért arra tesz kísérletet, hogy bemutassa a hiánymutatók főbb fajtáit és a mögöttük álló elméleti feltételezéseket.

Önmagában semmi sem garantálja, hogy egyre bonyolultabb mutatók alkalmazásával a valóságos helyzetet jobban közelítjük. A gazdasági ciklus hatásának kiszűrésére alkalmazott jelzőszámok az általános elméleti és módszertani problémák miatt például még a stabilabb gazdasági viszonyok között működő országok esetében sem feltétlenül adnak megbízható eredményeket, az átalakuló gazdaságok esetében pedig csaknem értelmetlennek. Lényeges tehát, hogy megismerjük a különböző mutatók előnyeit és hátrányait egyaránt, hiszen tisztában kell lennünk azzal, hogy bármilyen körültekintő számítás mellett is csak fenntartásokkal fogadható eredményeket nyerhetünk.

## 2. A fiskális transzparencia érvényesülése

A fiskális transzparencia, áttekinthetőség lehetővé teszi a gazdaság szereplői számára, hogy jobban felismerhessék a kormányzat célkitűzéseit, a tényleges fiskális folyamatok eltérését a tervezetthez képest. A transzparencia objektív feltétele, hogy rendelkezésre álljanak a megfelelő minőségű, módszertanú információk, amelyek nem csupán a pontos tájékoztatást, hanem a fiskális döntéshozó tisztánlátását is szolgálják. Az átláthatóságot elsődlegesen a jogi szabályozásnak kell biztosítani. Ez egyrészt azt jelenti, hogy az államháztartás jogi meghatározásának fednie kell annak valóságos terjedelmét. Másrészt az éves költségvetések tervezésének, végrehajtásának és ellenőrzésének rendje hozzájárulhat a célkitűzések megalapozásához, a kockázatok számszerűsítéséhez, utólag pedig a megvalósulás értékeléséhez, azaz az eltérések okainak feltárásához. Nem mindegy ugyanis, hogy egy tervezettnél nagyobb hiány háttérében a gazdasági ciklus vártnál kedvezőtlenebb alakulása vagy pedig a tervezett fiskális intézkedések, például létszámleépítések elmaradása, esetleg kifejezett tervezési hiba áll.

A fiskális transzparencia jogi szabályozása – még fejlett piacgazdaságok esetében is – gyakran hiányos. Ennek egyik magyarázata az lehet, hogy a transzparencia szubjektív feltételei nem mindig adóttak. Az átláthatóság korlátozásával a fiskális politika döntéshozói „stratégiai” előnyre tehetnek szert a piac racionális, de alulinformált szereplőivel szemben. Az államháztartási kör leszűkített meghatározása például lehetővé teszi, hogy jogilag államháztartáson kívülre sorolt szervezetekhez

kerüljenek fiskális tevékenységek. A kifizetések, adóvisszatérítések – legális keretek között történő – ütemezése révén a pénzforgalmilag jelentkező teljesítés is eltéríthető a tényleges, eredményszemléletű elszámolással megragadható folyamatoktól. A szabályozás ezen hiányosságai kiküszöbölhetőek a megfelelő statisztikai módszertan alkalmazásával. Ilyen formán a statisztika a transzparencia érvényesülésének második szintje, és egyben alapfeltétele is a harmadik szintnek, a közgazdasági jelzőszámok kiszámításának. A fiskális politika aktív és passzív hatásainak elkülönítése ugyanis speciális jelzőszámok, az infláció vagy a ciklus hatásaitól megtisztított mutatók vizsgálatát igényli. E hatások elkülönítése révén a tervezettnél magasabb hiány miatti felelősség nem hárítható a makrogazdasági folyamatok „nem várt” alakulására olyan esetben, amikor a költségvetés eleve túlzottan optimista makrogazdasági változókra épült. Nehéz azonban kimutatni a stratégiai előny szerzésének azon formáit, amikor az optimizmus a tervezett fiskális intézkedések eredményét illetően jelentkezik, mondjuk a reálisan megalapozottnál nagyobb mértékű javulást feltételeznek az adóbeszedés hatékonyságánál.

Magyarországon a transzparencia mértéke – jogi-szabályozási oldalról – fokozatosan közelít a fejlett piacgazdaságokban tapasztalható szinthez. Az államháztartási törvény számos kérdést rendezett, a kincstári rendszer kialakítása pedig az információs háttérrel javította. A jogilag definiált államháztartási kör azonban továbbra is leszűkített, nem tartalmazza például az Állami Privatizációs és Vagyonkezelő Rt-t (ÁPV Rt.). A helyi önkormányzatok esetében, ahol a jogi besorolással nincsen gond, az információs bázis nem megfelelő. E hiányosságokra megoldást jelent majd a köz-eljövőben az EU statisztikai módszertanának (European System of Accounts, ESA) és adatszolgáltatási rendjének átvétele. Ezzel azonban nem fog automatikusan minden probléma megoldódni. A közgazdasági mutatószámoknál ugyanis mind előállításuk, mind alkalmazásuk tekintetében jelentős lemaradás tapasztalható.<sup>2</sup>

### 3. A hiány statisztikai és közgazdasági mutatói

Statisztikai mutatók alatt a nemzetközi statisztikai sztenderdek alapján definiált bevételek és kiadások egyenlegeként adódó hiánymutatót és az ahhoz tartozó átlományi jelzőszámokat (például adósság) értjük. Ettől megkülönböztetjük az elemzési célból alkalmazott mutatókat, amelyek különböző megfontolásokból több ponton korrigálják a statisztikai jelzőszámokat. Ezekre az analitikusnak is nevezett jelzőszámokra a továbbiakban mint közgazdasági mutatókra hivatkozunk.

Feltehető természetesen a kérdés, hogy egyáltalán szükség van-e a deficit statisztikai mutatója mellett más jelzőszámokra. Az egyik véletlen azok a vélemények képviselik, amelyek szerint a deficit hagyományos, statisztikai mutatója az egyedül használható jelzőszám. A közgazdasági mutatók előállítása ugyanis kevésbé átte-

<sup>2</sup> A transzparenciáról bővebben lásd Kopits–Craig 1998, P. Kiss 1998, 1999a, 1999b.

kinthető és ellenőrizhető, továbbá csak bizonyos feltételezések mellett értelmezhetőek és gyakran nem tesznek eleget az időbeni és országok közötti összehasonlíthatóság követelményének. A másik véglet szerint viszont a deficit hagyományos mutatója olyannyira értelmetlen és félrevezető, hogy a fiskális politikát ennek alapján nem lehet jellemezni. Nem képes ugyanis az aktív és passzív hatások elhatárolására, azaz nem szűri ki a gazdasági ciklus és az infláció alakulásából eredő hatásokat. Ezen túlmenően a hagyományos deficitmutató szintjén nem történik meg a különböző kiadások és bevételek eltérő keresleti hatásának összesúlyozása, pedig jelentős eltérés lehet aszerint, hogy azok tartósnak vagy átmenetinek tekinthetők, vagy aszerint, hogy milyen mértékű átcsoportosítást eredményeznek a különböző jövedelmi és korosztályi csoportok között. A generációs számvitel koncepciója szerint még a bevételek és hitelfelvétel, illetve kiadás és törlesztés szokásos klasszifikációja is elhibázott, mivel e modellben a társadalombiztosítási (TB) járulék „kötvényvásárlás”, ami növeli a bruttó államadósságot, és a TB ellátás pedig a „kötvény” törlesztése. A statisztikai mutató bírálatán túl el lehet jutni az egyenleg típusú mutatók teljes elvetéséig, eszerint az államháztartás hatása aggregált formában nem ragadható meg, a valóságos hatás a bevételi és kiadási szerkezeten belüli változásoktól függ, illetve részben egyéb csatornákon keresztül jelentkezik. Így például a kiadások bizonyos körben szabályozással vagy garanciák nyújtásával cserélhetőek fel.

Ahhoz, hogy a jelzőszámok kérdésében állást tudjunk foglalni, érdemes kicsit részletesebben is megvizsgálni, hogy azok mennyiben tesznek eleget egyrészt az egyszerűség, másrészt az összehasonlíthatóság igényének, és legfőképpen azt, hogy milyen feltételezések mellett értelmezhetőek.

A statisztikai mutatóknak előnye lehet az egyszerű előállíthatóság. A Nemzetközi Valutalap által alkalmazott Government Finance Statistics (GFS) elszámolása például lényegében – eltekintve többek között a devizaadósság ártértékelődésétől – a névértéken kimutatott nettó adósság változását tekinti deficitnek. Az adósság törlesztéséből származó kiadás vagy a kötvény kibocsátásából eredő bevétel tehát sor alatt elszámolandó finanszírozási tétel, a hiány ennek megfelelően egyszerűen a többi – a költségvetés betétállományát változtató – kiadás és bevétel egyenlegeként adódik. Helytelen lenne azonban úgy beállítani a dolgot, hogy számtalan közgazdasági jellegű mellett ez az egyetlen statisztikai mutató használatos. A nemzeti számlák elszámolásai, a System of National Accounts (SNA) és az ESA az adósságnál szélesebb finanszírozási kört definiálnak, így az államháztartás nettó pénzügyi vagyona az államadósság és az állam betétei mellett a tulajdonosi követeléseket (részvények), az állam által nyújtott kölcsönöket és a kárpótlási jegyhez hasonló, nem klasszikus adósságelemeket is magában foglalja. Ennek megfelelően ebben a teljesebb szemléletben a privatizációs bevételek és a korábbi kölcsönök visszatérülései nem csökkentik, a kölcsönnyújtás pedig nem növeli a hiányt, mivel ezen tételek sor alatti finanszírozási műveletek. Az értékelési problémák miatt azonban – mivel nem

alkalmazható a névérték például a kárpótlási jegyek figyelembe vételekor – ezek a statisztikai mutatók eleve nem olyan egyszerűek, mint a GFS.<sup>3</sup>

A GFS ezen túlmenően az egyszerűen rendelkezésre álló pénzforgalmi szemléletű elszámolást követi, szemben az eredményszemléletű folyamatokat középpontba állító, a valóságos helyzetet jobban tükröző, ám nehezebben előállítható SNA és ESA mutatókkal. Az igazi probléma azonban az, hogy gyakorlati alkalmazása során a GFS csak a pénzbeli fizetéseket rögzíti, így tehát a kötvény, kárpótlási jegy átadásával történő fizetést, vagy a pénzmozgás nélküli adósságelengedést figyelmen kívül hagyja, ilyen módon továbbra sem ütközik értékelési problémákba. Magyarország esetében a GFS előnye volt, hogy ilyen formális okok, vagyis a pénzmozgás hiánya miatt számos rendkívüli tranzakciót nem számolt el a deficitben, így például a bankkonszolidációt. Ezzel az „egyszerűsítéssel” államháztartási kimutatásaink a keresleti hatás (azaz a hiány változása) terén közelebb álltak a valósághoz, mint az SNA előírásai, amelyek szerint egy összegben növelni kellett volna e rendkívüli tételekkel a deficitet, annak ellenére, hogy a közgazdasági hatás ténylegesen hosszabb időszakra oszlott szét.

A privatizációból eredő bevételek kezelésénél ezzel szemben értelmetlen lett volna a GFS módszertanát alkalmazni, vagyis javítani a deficitet. A hivatalos magyar hiánymutató – az SNA előírásaihoz hasonlóan – nem számolja el bevételként a privatizációs befizetéseket, vagyis tartalmában a GFS és az SNA közötti jelzőszámnak tekinthető<sup>4</sup>. A GFS hazai alkalmazása viszont túlzottan egyszerű megoldást követett az államháztartási kör meghatározásánál, vagyis átvette az államháztartás indokolatlanul szűk jogi meghatározását. Habár a GFS alapján – éppúgy, mint az SNA megközelítésben – elvileg az államháztartás részének tekinthetnénk az ÁPV Rt-t, a gyakorlatban erre a korrekcióra nem került sor a fiskális statisztikában.

A bemutatott statisztikai jelzőszámok alapján látható, hogy mind számszerűen, mind pedig az előállításuk bonyolultságának tekintetében jelentős különbség lehet a GFS-ből kiinduló hazai gyakorlat, a GFS elméleti megközelítése, az SNA és annak néhány kérdésben konkrétabb EU-s változata, az ESA között. Mivel a közgazdasági mutatók korrekcióik során valamelyik statisztikai deficitből indulnak ki, belátható, hogy összességében véve egyszerűbbek ugyan a statisztikai mutatók, azonban a legegyszerűbb közgazdasági mutató, a GFS hiányból számolt elsődleges egyenleg kevésbé bonyolult, mint az az ESA mutató, amelynek előállításával még egyes EU tagországok is nehezen birkóznak meg.

A statisztikai mutatók másik látszólagos előnye, hogy az elszámolási előírások rögzítése révén biztosítják az országok közötti a formális összehasonlíthatóságot. A tartalmi összevethetőség érdekében azonban – főként az ún. kvázifiskális te-

<sup>3</sup> A GFS-re vonatkozó megállapítások a tanulmány lezárásának időpontjában érvényes helyzetet tükrözik. Felülvizsgálata révén azonban ez a rendszer a nemzeti számlák elszámolásaihoz válik hasonlóvá. (Azóta a felülvizsgálat lezárult, 2001-ben a Valutaalap publikálta az újabb változatot. *A szerk.*)

<sup>4</sup> A hivatalos hiányra vonatkozó megjegyzések a 2002-ig érvényes állapotra vonatkoznak, 2003-tól ugyanis a hivatalos elszámolás áttért az ESA módszertan alkalmazására.



vékenységek miatt – szükség van a statisztikai előírásoknál rugalmasabb megoldásokra, közgazdasági korrekciók alkalmazására. A teljes, kvázifiskálissal együtt értelmezett hatás kimutatása az államháztartás körének meghatározása, az adósságátvállalások és garanciák kezelése terén jelentős módosításokat igényelhet. A statisztika ugyanis – végezzenek bár jelentős kvázifiskális tevékenységet – az olyan állami szervezeteket nem tudja az államháztartás részeként kezelni, amelyek költségeinek kevesebb mint 50 százalékát fedezik állami forrásból, illetve ezt az arányt a támogatás csak egy-két évben haladja meg. Ez szorosan összekapcsolódik az adósságátvállalás problémájával, amikor egy állami vállalat folyamatosan veszteséget termel, eladósodik, majd bizonyos időszak elteltével az államháztartás rendezi adósságait. Ezt az SNA/ESA statisztika a deficitben az adósságátvállalás pillanatában számolná el, a GFS hazai gyakorlata viszont a hiányban gyakran egyáltalán nem jelenteti meg azzal a már említett formális indokkal, hogy pénzmozgásra nem került sor, csupán az államadósság nőtt meg. A tényleges helyzet egy harmadik megoldással ragadható meg, eszerint az államháztartást konszolidálni kellene az adott szervezettel, így a veszteség alakulásának megfelelően évente megjelenne az alulfinanszírozás (szükségesenél alacsonyabb folyó támogatás) a hiányban.

Egy másik megoldás az lehet, ha – a vállalati eladósodás finanszírozása mögött álló – állami garanciákat reálisan értékeljük. Azaz az állam által garantált hitelek egy része már a garanciavállalás (illetve a felvétel) pillanatában megjelenne a hiányban és adósságban, hiszen a beváltás szinte bizonyos. A statisztika ennek csak az olyan száz százalékosan nyilvánvaló eseteit képes kezelni, amikor a beváltás bizonyosságát előre jogszabály rögzíti. A mi esetünkben ilyen jellegű az útépitésre a Magyar Fejlesztési Bank (MFB) által felvett hitelek állami garanciája. Amennyiben viszont csak 1 százalék esély is van arra, hogy a garanciával nem élnek, akkor a statisztikai elszámolás azt feltételes kötelezettséggként, azaz tényleges garanciaként kezelheti.

A statisztika rugalmatlanságára az is példa, hogy az államháztartási körből, vagyis a nem pénzügyi kormányzati szektorból definíciószerűen kizárja a pénzügyi szervezeteket, annak ellenére, hogy ezek gyakran végeznek kvázifiskális tevékenységeket. Ennek nagyságrendje számottevő lehet, hiszen kvázifiskális kiadásait – akár csak az MFB az útépitést – eladósodásuk révén is finanszírozhatják, és az eladósodás hatása csak jóval később jelenik meg a költségvetés hiányában, garanciabeváltás vagy alacsonyabb osztalékbefizetés formájában. Ezért – mint az előbb láttuk – vagy a pénzügyi szervezetet kell elszámolni a közgazdasági értelemben vett államháztartás részeként, vagy magát a kvázifiskális tevékenységet finanszírozó hitelt kell szerepeltetni a felvétel pillanatában az államadósságban, és felhasználásakor a deficitben. A jegybankkal történő konszolidáció is indokolt lehet, különösen olyan esetekben mikor a külföldi forrásokat a jegybank a saját nevében szerzi meg. Korábban Magyarországon is ez volt a gyakorlat, így éppen az összehasonlíthatóság érdekében kell eltérnünk a szokásos statisztikai elszámolásoktól (Barabás és szerzőtársai 1998).

Amíg az összehasonlíthatóság önmagában vett érték, addig az egyszerűség nem öncél. Tisztában kell lennünk, hogy egy-egy egyszerűsítés mennyiben távolít el bennünket a valóságtól, azaz látnunk kell, hogy az adott jelzőszám milyen feltételezések mellett érvényes, és ezek mennyiben tekinthetők reálisnak.

A közgazdasági jelzőszámok bírálói gyakran elfeledkeznek arról, hogy a statisztikai mutatók is csupán meghatározott feltételezések mellett értelmezhetőek. Így például a gazdasági ciklus hatása nem jelentős, az infláció mértéke nem számottevő, a rendkívüli kiadások és bevételek elhanyagolhatóak, és nincsen túl nagy jövedelemátcsoportosítás jövedelmi és korosztályi csoportok között. Ha viszont ezek a feltételezések nem teljesülnek, akkor a statisztikai hiánymutató csak abban az esetben értelmezhető, amennyiben a gazdaság szereplői a pénzüllúzió hatása alatt állnak vagy likviditási korlátokba ütköznek.

A GFS típusú, azaz az adósságváltozásból levezetett hiány azt is feltételezi, hogy az államháztartás eszközeinek egy részétől el lehet tekinteni, vagyis a tulajdonosi követelések (részvények) és az állami kölcsönök nem vonhatóak be a finanszírozásba, mert piacképtelenek. Eszerint a tulajdonosi követelés szerzése, illetve a kölcsönnyújtás egyszerű tőketranszfer, vállalati veszteséget fedez, így ebből semmi sem folyik vissza, vagyis a követelés valódi értéke a nullát közelíti. Ha valaki ezzel szemben mégis visszafizet állami kölcsönt, vagy mégis sikerül egy állami vállalatot privatizálni, az a feltételezett nulla értékhez képest rendkívüli esemény, ami javíthatja a deficitet.

Az SNA és ESA típusú deficit ezzel szemben a nettó pénzügyi eszközök tranzakciók miatti változásával egyezik meg, tehát az előbb említett eszközöket likvidnek, piacképesnek tételezi fel. Az állam által nyújtott kölcsönöket sor alatt számolja el, mivel azt feltételezi, hogy ténylegesen éppen annyi követelést szerez az állam. Később, ha kiderül, hogy az adós nem fizet, akkor az adósságelengedés időpontjában növeli a deficitet, vagyis ekkor számol tőketranszferrel és nem a nyújtás időpontjában. A tulajdonosi követelés szerzése terén – eltekintve a tőzsdei részvényvásárlás világos esetétől – óvatosabb az ESA, operatív módon azt a szabályt állították fel, hogy csak a privatizációt maximum egy évvel megelőző tőkeemelés tekinthető finanszírozó tételnek, azaz csupán ez állítható szembe egyértelműen a későbbi privatizációs bevétellel. Minden egyéb tőkeemelés viszont a hiányt növelő tőketranszfer, hiszen feltételezhető, hogy vállalati veszteséget finanszíroz. Ez a megközelítés a GFS-hez hasonló. Nem oldható meg ugyanis egyértelműen az értékelés problémája a piacképtelen követelések esetében. A kölcsönnyújtás vagy feltőkésítés hatása bizonyos esetekben azzal a megoldással közelíthető, hogy az állam nulla értékű követelést számol el, máskor reálisabb lehet, ha 100 százalékos értéken vesszük figyelembe. A valóságban ugyanis a követelés értékvesztése folyamatos, párhuzamosan a vállalati veszteség keletkezésével.

Elméleti szempontból a 100 százalékon elszámoló megoldás, vagyis a nettó pénzügyi vagyron változása jobban kifejezheti a fiskális politika tényleges hatását az adósság változásánál, mert igaz ugyan, hogy az államháztartásnak nem a nettó érték

maximalizálása a célja, viszont ez határozza meg a konzisztens elszámolás másik oldalán elhelyezkedő privát szektor magatartását. Praktikusan azonban az érintett – tőkeemelésben vagy kölcsönben részesülő – vállalatok magatartása a döntő, nevezetesen hogy valóságos tartozásként veszik-e azt figyelembe, vagy egyszerűen a veszteséges működés finanszírozásának tekintik-e az állami forrásokat. A másik praktikus szempont az lehet, hogy a piac a deficit fenntarthatóságát az adósság, azon belül is általában a bruttó adósság alakulása alapján ítéli meg, és nem az értékelési problémákkal terhelt nettó pénzügyi vagyon kategóriáját figyeli. Ebből a szempontból jelentős az államháztartási statisztika felelőssége azért, hogy megbízható, transzparens adatokat állítson elő és publikáljon a nettó pénzügyi vagyonnal kapcsolatban, annál is inkább, mert a közgazdasági jelzőszámok számára gyakran ez a kategória a legjobb kiindulópont.

A közgazdasági mutatók alkalmazásának előnye, hogy segítségükkel rugalmas módon, különböző feltételezések alapján többféle szempontot is figyelembe vehetünk, hátrányuk viszont éppen az, hogy e korrekciók területén nem érvényesül az a közmegegyezés, ami a statisztikára inkább jellemző. Az államháztartással kapcsolatos hosszabb távú összefüggések (növekedésre gyakorolt hatás, generációk közötti elszámolások) esetében például sem az elvi, sem a gyakorlati megközelítésben nincsen konszenzus. Mind az infláció, mind a gazdasági ciklus hatásának kiszűrésére létezik ugyanakkor néhány szélesebb körben elfogadott módszer, amelyek segítségével figyelembe vehető a bevételek és kiadások szerkezete is bizonyos vonatkozásban (pl. kamat és nem kamat tételek, vagy ciklustól függő és nem függő bevételek és kiadások). Valójában a nem kamatjellegű kiadásokat is – eltérő keresleti hatásuk alapján – tovább kellene bontani bér, dologi, beruházási kiadásokra, rendes és rendkívüli transzferekre, azonban ezek összesúlyozására nincsen elfogadott megoldás. Kérdés, hogy létre lehet-e egyáltalán hozni olyan egyenleg típusú mutatót, amely kifejezi azt a valóságos hatást, amit a fiskális politika a magánszektor döntéseire gyakorol. A kutatások empirikus eredményei gyakran mást mutatnak. Több vizsgálat is alátámasztotta azt a megállapítást, hogy a fiskális kiigazítások tartóssága, sikere szempontjából nem az egyenleg javulása a döntő, hanem az, hogy a szigorítás milyen szerkezetben valósul meg, a bevételi vagy a kiadási oldalra, ezen belül is a bérekre, lakossági juttatásokra, vagy a beruházásokra összpontosul-e (Alesina–Perotti 1995, 1996). Ezeknek a szerkezeti hatásoknak egyetlen mutatóban történő összefoglalására nem született megoldás. Belátható, hogy az egyenleg típusú jelzőszámok a fiskális politika hosszabb távú hatásaival összefüggésben még kevésbé értelmezhetőek.

A nehézségek ellenére sem mondhatunk le arról, hogy a keresletre, illetve a makrogazdaság megtakarítási-beruházási egyensúlyára gyakorolt hatást valamilyen mutatóval megközelítsük. Egyrészt függetlenül az egyéb feltételezésektől, bármelyik típusú deficitből kiszűrhető a gazdasági ciklus hatása, ezzel különbséget lehet tenni, hogy a fiskális politika mennyiben aktív és mennyiben passzív, vagyis a ciklus alakulása által meghatározott. A passzív komponens a ciklus megváltozásával ellenkező előjelűre fordul, azaz elméletileg a ciklus egészét tekintve a passzív komponens

összesített hatása nulla lesz. Az államháztartási deficit így a strukturális deficit körül ingadozik a ciklikus komponens miatt. Másrészt az infláció hatásának figyelembe vétele azt feltételezi, hogy nem jelentkezik a pénzillúzió. Ebben az esetben a hitelezők tisztában vannak azzal, hogy a kamatfizetés egy része egyszerűen a tőkéjük infláció miatti reálértékvesztését kompenzálja, vagyis nem tekintik folyó jövedelemnek. Ezzel az is egyenértékű lenne, ha a hitelezők ezt a részt nem kamatként kapták volna, hanem tőkésítésre került volna. Nem ilyen egyszerű kiszűrni az infláció hatását a nem kamat tételekből. Ennek akkor van praktikus jelentősége, ha utólag értékelni kívánjuk a hiány teljesülését. A ciklus hatásainak kiszűrésével ugyanis eltekinthetünk a reálnövekedés átmeneti hatásától, viszont figyelembe kellene azt is venni, hogy a deficitre a vártnál kisebb vagy nagyobb inflációnak is van hatása, és ez nem csupán a kamatokból szűrhető ki. A transzferek nem várt infláció miatti értékvesztésének a hatása például attól függ, hogy a magánszektor azt átmeneti, vagy tartós jellegűnek ítéli-e meg. Ez a kérdés általánosabban is felvethető, mint a rendes és rendkívüli tételek közötti különbségtétel kérdése.

A hagyományos jövedelemalapú szemlélet szerint egy rendkívüli államháztartási transzfernek a lakossági és vállalati fogyasztásra és megtakarításra ugyanolyan hatása van, mint bármely más rendszeres kiadásnak. Ez azonban azt feltételezi, hogy a jövedelemtulajdonosok teljesen rövidlátóak, vagy likviditásuk erősen korlátozott, más szóval a fogyasztásuk még a rendelkezésükre álló jövedelemben bekövetkező rövid távú változásokhoz is tökéletesen alkalmazkodik. Ha azonban feloldjuk ezeket a feltételezéseket, akkor azonnal lényegessé válik a fiskális politikának az egyéni döntéshozatalra és várakozásokra gyakorolt hatása is. Az átmenetinek tekinthető fiskális intézkedések ugyanis ebben az esetben másképpen hatnak a magánszektorra, mint az állami kiadások és adórendszer állandóbb szerkezete. Mindez szerepet kap annak megítélésénél, hogy mekkora lehet a jövőben is fenntartható államháztartási deficit. Ezek a várakozások erősen befolyásolják az adók, a szociális szerepvállalás (TB juttatások) és az infláció várható szintjére vonatkozó becsléseket is, és ezen keresztül ebben a modellben meghatározó szerepük van a magán fogyasztás és megtakarítás alakulásában. Mindez azt jelenti, hogy a vagyon fogalmát is ki kell terjeszteni a szociális juttatások jogosultságának, illetve az adóknak a jelenértékére.

Elméletileg a gazdaság szereplőinek (magánszektor, államháztartás) megtakarítási, költsékezési, termelési, portfólió allokációs döntéseit kizárólag egy teljes körű vagyoni, vagy egy állandó jövedelmi korlát határolja be. Egyszeri, vagy rövid távú költségvetési korlát érvényesülése ebben az esetben nem eredményez tényleges kötöttséget a gazdasági szereplők magatartásában, az egyéni fogyasztást az életciklus határozza meg. Ez azt is jelenti, hogy a mutatók előállítása során több konkrét kérdést újra kell gondolni. Lehet, hogy nem elég kiszűrni a kamatokból az inflációs kompenzációt, hanem az így kapott reálkamatot is meg kellene tisztítani az időlegesnek tekinthető eltérésektől egy hosszabb távú, vagy legalábbis simított reálkamat alkalmazásával. Másrészt pontosan tisztázni kell, hogy mi az aktív és passzív elem a fiskális politikában. Rövidtávon passzivitásnak tűnik, amikor bizonyos nominális ha-

tárokat nem igazít ki az államháztartás. Például amikor a tételes adókat nem emelik, vagy az SZJA sávokat nem valorizálják, akkor formálisan passzív a fiskális politika, mert semmit sem tett. A valóságban a magánszektor is érzékeli, hogy ez huzamosabban nem tartható fenn, vagyis aktív „mulasztásra” került sor. Reméljük, ezek a példák is érzékeltetik, hogy a feltételezések megválasztásának milyen messzesemenő következményei lehetnek az egyes jelzőszámok konkrét kiszámításakor, illetve megfordítva, egy mutató számítási módszere milyen lényeges implicit feltételezésekkel járhat.

#### 4. A hiány mutatója avagy a mutató hiánya?

Általánosságban megállapítható, hogy nincsen egyetlen olyan mutató, amely segítségével minden esetben megragadható a fiskális hatás. A statisztikai mutatók összességében ugyan ígéretesebbnek tűnnek az összehasonlíthatóság és az egyszerűség terén, az viszont teljes mértékben a konkrét körülményektől függ, hogy a valódi összevethetőséget valamelyik statisztikai vagy közgazdasági mutató biztosítja-e. E tekintetben az egyik leglényegesebb választóvonal a költségvetési korlát azonnali érvényesülését feltevő hagyományos (statisztikai és közgazdasági) jelzőszámok és azok az optimális körülményeket feltételező közgazdasági mutatók között húzódik, amelyek a kamatokban foglalt inflációs kompenzációt törlesztésnek tekintik, esetleg a jövőbeli adók és transzferek jelenértékét is figyelembe veszik. A gyakorlatban ezzel szemben éppen úgy túlzás azt feltételezni, hogy a szereplők tökéletesen rövidlátóak és likviditásuk teljesen korlátos, mint annak ellenkezőjét. A valóságban nem létezik tökéletes belső és külső pénzpiac, így rövid távon is korlátos a magánszektornak és az államháztartásnak a költségvetése, hiszen nem likvidek, eszközeik egy része (pl. adóztatási potenciál, illetve a nyugdíj jogosultság, várható jövőbeli adómérséklés) piacképtelen, hitelbiztosítékkal nem feltétlenül rendelkeznek.

Mit tehetünk ebben az esetben? Együtt és szélsőértékek gyanánt alkalmazhatjuk például a fiskális politika értékelésekor a hagyományos nominális deficitet és annak különböző korrigált változatait. Ez utóbbiak lehetnek olyan mutatók, amelyek megtisztítják a hiányt az egyszerű tételektől, az inflációs kompenzációtól, esetleg az így nyert reálkamatból is kiszűrve az időlegesnek tekinthető eltéréseket egy hosszabb távú reálkamat segítségével. A másik lehetőség az, hogy megpróbálunk – például átlagolással – valamilyen közbülső jelzőszámot létrehozni. Ez utóbbi megoldás hátránya, hogy ha országok közötti összehasonlításra használjuk, akkor ugyan a megbízhatóság illúzióját kelti, de valójában azt feltételezi, hogy ez a jelzőszám az összes ország esetében nagyjából egyforma helyen helyezkedik el a két lehetséges (vagyon- és jövedelemalapú) mutató között. Ezzel szemben vagyonhatás és a várakozások szerepe erőteljesen függ az államadósság nagyságától, dinamikájától, fenntarthatóságától, ami eltérő az egyes országokban. Ezen kívül az egyes országokban a likviditáskorlátok mértéke is eltér, sőt adó és kiadás fajtánként is különbözik. Ezen túlmenően mindez időben is változhat, így még az időbeni összehasonlítás is torz lehet.

A teljes összehasonlíthatóság még abban az esetben sem lenne biztosítva, ha létezne olyan egyenlegmutató, amely mindezt valahogyan figyelembe venné. A fejlődő országok esetében ugyanis a gazdaság működésébe az állam az ár és bérszabályozás, importkorlátozások és egyéb adminisztratív eszközök révén is beavatkozhat. A fejlett országokban ezzel szemben a meghatározó állami eszköz az adó és kiadási politika. Az átmeneti gazdaságok esetében a korábbi, adminisztratív eszközök elhagyásával az adó és kiadáspolitika szerepe kerül előtérbe, ami azt is jelenti, hogy az egyenlegmutatók szintjén még az időbeni összehasonlíthatóság sem valósítható meg. Magyarország esetében az államháztartás GDP arányos elsődleges egyenlege – a konszolidált államadóssághoz hasonlóan – közel áll ugyan a kiindulópontnak tekinthető 1989-es mértékekhez, mint ahogy a visszaesést követően a GDP is visszaállt 1989-es szintjére. A számok hasonlósága mögött azonban egy minőségileg más állami bevételi-kiadási szerkezet, és egy hatékonyabb reálgazdaság húzódik meg. A hatékonyság javulásában fontos szerepe volt az állami tulajdon privatizációjának, az állami szabályozás gyökeres átalakulásának, aminek révén kialakultak a piacgazdaság működésének intézményi feltételei, a pénzügyi rendszer átalakítása, az árak, bérek, és a külkereskedelem liberalizálása. A bevételek és kiadások egyenlege, illetve annak elmozdulása ennek megfelelően csak részlegesen tükrözheti a valóságban végbement átalakulást, miközben az állam és a piaci szektor erőviszonya, az egyéni döntéshozatal, a várakozások szerepe is megváltozott. A változások lezárulásával azonban egyre jobban alkalmazhatóak, értelmezhetőek lesznek az előbb bemutatott közgazdasági jelzőszámok.

Jelen pillanatban már a rendelkezésünkre áll egy olyan mutató, amit az SNA elszámlolást közelítve számítottunk ki (Ferenczi–Jakab 2002), és az éves országgyűlési beszámolókat adatbázisán alapul, és amelyből kiindulva további mutatók származtathatóak. Ezek a mutatók eltérnek azoktól a jelzőszámoktól („SNA hiány”, „SNA elsődleges egyenleg”, „operacionális hiány”) amelyeket az MNB az éves jelentéseiben és a negyedéves inflációs jelentésekben publikál. Ennek az az oka, hogy bizonyos információk csak éves szinten és jelentős, mintegy háromnegyed éves késéssel állnak rendelkezésre. A hivatalos kiadványokban alkalmazott módszertan jó közelítése a részletesebb elszámlolásoknak, azokra a korrekciókra összpontosítva (eredményszemlélet a kamatoknál, ÁFÁ-nál) amelyek a fiskális politika értékelése (keresleti hatás és a megtakarítás-beruházási egyensúly) szempontjából lényegesek lehetnek, és amelyek praktikusán elvégezhetőek. Illusztrációként azonban most a részletesebb számítások eredményeként újonnan nyert négyféle jelzőszámot mutatnánk be (bővebben lásd P. Kiss–Szapáry 2000).

A kiindulási alapnak tekintett mutató az SNA módszertant közelítő teljes hiány. Ez a hivatalos pénzforgalmi deficithez képest eredményszemléletű, az államháztartás kategóriáját kiterjeszti az ÁPV Rt-re és az MFB által felvett utépítési hitelekre, továbbá a finanszírozási tételeket (privatizációs bevétel, kapott törlesztés, egyösszegű koncessziós befizetés) kiszűri a kiadások és bevételek közül. Ez a mutató az SNA előírásaitól annyiban eltér, hogy bizonyos rendkívüli tételekkel (bank-

konszolidáció, a Magyar Államvasutak hiteleinek átvállalása, Bős-Nagymaros hitel-átvállalás, lakáshitelek átvállalása stb.) az idősor összehasonlíthatósága miatt nem növeli a deficitet.

Az előbbi – SNA megközelítésű – deficitből számolt operacionális deficit az előző mutatótól annyiban különbözik, hogy kiszűri a kamatokban foglalt inflációs kompenzációt a kamatkiadások közül. Ennek a mutatónak a változása mutatja a keresleti hatást abban az esetben, hogy ha feltételezzük, hogy az államháztartás hitelezői racionálisan viselkednek, azaz a kamat kompenzációs részét nem folyó jövedelemként, hanem előtörlesztésként kezelik. Korábban említett sajátosságaink miatt az inflációsűrítés itt a jegybankkal konszolidált államháztartás mérlege alapján történt.<sup>5</sup>

Az SNA hiányból számolt elsődleges egyenleg minden kamatfizetést kiszűr a hiányból. Ennek a mutatónak az elmozdulása a fiskális politika közvetlen keresleti hatását mutatja, az operacionális deficit változása ugyanis a reálkamatok változásának hatását is tartalmazza, amire a fiskális politikának csak közvetett hatása van.

A korrigált SNA elsődleges egyenleg figyelembe veszi azoknak a „rendkívüli” tételeknek időben szétszított hatását is, amit a torzítások elkerülése miatt kihagytunk a hiányból. Ezzel azt szimuláljuk, hogy mi történt volna, ha az egyösszegű rendezés helyett az államháztartás a megfelelő időben a szükséges mértékű támogatást nyújtotta volna. Az időbeni szétszítás alapelve az volt, hogy a kiadások akkor jelenjenek meg az államháztartási deficitben, amikor a múltbeli veszteségek ténylegesen képződtek, vagy amikor jövőbeli veszteségek (fizetési kötelezettségek) jelentkeztek volna abban az esetben, ha az átvállalás nem történik meg (lakáshitelek, Bős-Nagymaros miatti áramszállítás). Némiképp eltér az előző esettől a nagyrészt katonai eszközökkel megvalósuló orosz adósságtörlesztés esete, ahol a problémát a rendszertelen időközökben megvalósuló törlesztés, és az emiatt ingadozó védelmi kiadás okozza. Rendes esetben a katonai eszközök vásárlását több évre egyenletesen el kellene osztani (A számokat részletesen lásd P. Kiss 2002).

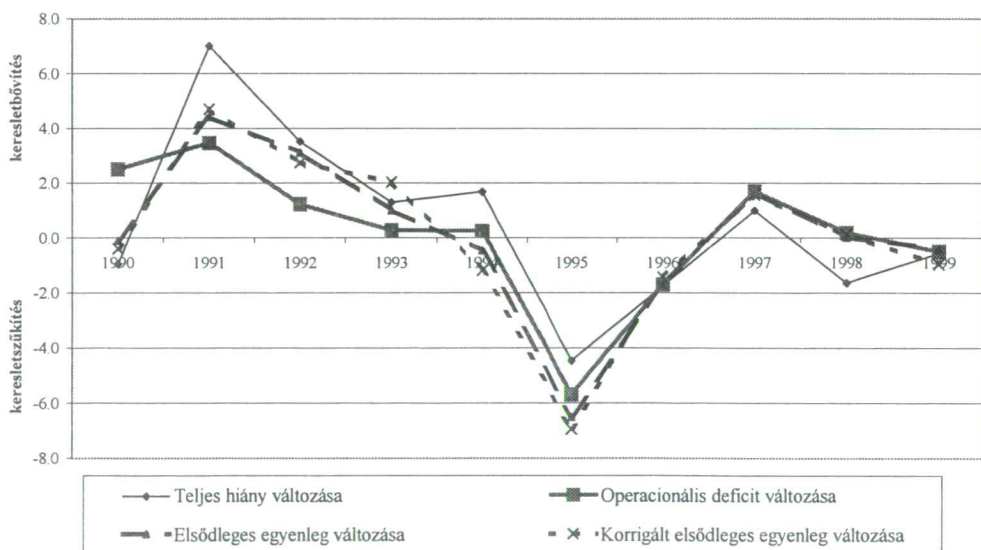
A GDP arányában a négy mutató szintje jelentősen eltér, így ezek alapján a gazdaság négy különböző képet mutató megtakarítási-beruházási mérlegét lehetne összeállítani. Érdekes azonban, hogy az egyenlegek változása, ami a klasszikus csatornákon (adókon és kiadásokon) keresztül megvalósuló keresleti hatást mutatja meg, eléggé együtt mozog. A jelentősebb időszakok felismerhetően elkülönülnek egymástól, így az átalakulás első éveinek kiadási csatornán megjelenő keresletbővítése, majd a két évig tartó fiskális kiigazítás, végül az utolsó három évnek a keresleti hatása, ami a korábbi évek jelentős változásaihoz mérten nem látszik számottevőnek.

Érdemes megfigyelni a négy mutató változásának eltéréseit is (1. ábra). A teljes hiány 1997-ig gyorsabban nőtt, illetve kevésbé csökkent, mert a kamatokban foglalt inflációs kompenzáció folyamatosan növekedett. 1997-től ezután csökkent a kompenzáció, ezáltal a teljes hiány változása a többi mutatónál szigorúbbnak mu-

<sup>5</sup> A jelenleg alkalmazott reálkamat simítási megoldásról bővebben lásd Ferenczi–Jakab (2002).

tatja a fiskális politikát. A valóságos hatás közelebb állhat az operacionális deficit változásához. Ez az időszak elején a teljes hiány változásából adódó keresleti hatáshoz képest lényegesen kisebb expanziót, majd valamivel nagyobb kiigazítást mutat. Az utolsó három évben viszont e mutató változásában nem látszik a kereslet szűkítése. A fiskális politika közvetlen hatása az elsődleges egyenleg és a korrigált elsődleges egyenleg változásával ragadható meg. E két mutató elmozdulása nagyon közel áll egymáshoz, ami arra utal, hogy amennyiben a rendkívüli tételek szétterítésére a valóságban is sor került volna, akkor a hiány kedvezőtlenebb szintje mellett sem vonhatnánk le a fiskális politika keresleti hatásának alakulásával kapcsolatban eltérő következtetéseket. Az operacionális egyenleg változásával hasonlítva össze az látszik, hogy 1991-93 között a fiskális politika közvetlen expanzív hatását mérsékelte a reálkamat-kiadások csökkenése. 1994-96 között ugyanakkor a reálkamat-kiadások növekedni kezdtek, és ez mérsékelte a közvetlen keresletszűkítés hatását.

1. ábra A fiskális politika keresleti hatásának mértéke a GDP százalékában (1990-1999, százalék)



Forrás: a szerző saját szerkesztése az MNB adatai alapján.

Az illusztrációból is kitűnik tehát, hogy nincsen egyetlen mutatónk, hanem létezik néhány olyan jelzőszám, amivel a helyzet árnyaltabban leírható. Összességében azonban továbbra is hiányos a transzparencia, hiszen a döntéshozatali folyamatban az ilyen típusú jelzőszámok nem szerepelnek, és annak ellenére, hogy három ezeket közelítő mutató negyedévente nyilvánosságra kerül, az átláthatóság sem oldódott meg teljes mértékben. Még nagyobb probléma, hogy a ciklus hatásától megtisztított deficit kategóriája jelenleg egyáltalán nem áll rendelkezésre. Ez főként az-



zal magyarázható, hogy az alapvető összefüggések változását, illetve annak hatását még akkor is nehéz lenne megközelíteni, ha megfelelő hosszúságú, megbízható idősorokkal rendelkeznenk. Ennek hiányában nem állapítható meg a strukturális hiány, hiszen sem a gazdasági ciklus nem ragadható meg, sem annak összefüggése az adóbevételekkel. A ciklus ugyanis csak a potenciális GDP-hez képest értelmezhető, ez pedig az átmenet éveiben előbb strukturális visszaesésen ment keresztül, majd felzárkózási szakaszba lépett. Ez utóbbi hatások valószínűleg nagyobb mértékben határozták meg az aktuális növekedési ütemet, mint a ciklus alakulása, azonban a két tényező szerepe nem különíthető el igazán megbízhatóan. Az átmenet éveiben a ciklus és az adóbevételek közötti összefüggésre sem lehet jó közelítést nyerni. Ebből a célból alternatív módszereket kell keresnünk, mert a hagyományos megközelítés az idősorok alkalmazásán alapul. Nem mondhatunk le ugyanis arról, hogy egyrészt a makrogazdasági egyensúly értékelése céljából olyan strukturális hiánymutatót állítsunk elő, amely a deficitet nem csak a rendkívüli tételek és az infláció, hanem a ciklus hatásától is képes megtisztítani, másrészt olyan mutatót számítsunk, amelynek éves változása, azaz a keresleti hatás aktív (strukturális jellegű és rendkívüli intézkedések miatti) és passzív (infláció és ciklus hatása miatti) tényezőkre bontható.<sup>6</sup>

#### Felhasznált irodalom

- Alesina, A. – Perotti, R. 1995: Fiscal expansions and adjustments in OECD countries. *Economic Policy*, 21, 205-240. o.
- Alesina, A. – Perotti, R. 1996: *Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects*. IMF Working Paper, IMF, Washington.
- Barabás Gy. – Hamecz I. – Neményi, J. 1998: *A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése*. MNB Füzetek, 5. MNB, Budapest.
- Ferenczi B. – Jakab M. Z. (szerk.) 2002: *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához*. MNB, Budapest.
- Kopits, G. – Craig, J. 1998: *Transparency in Government Operations*. IMF Occasional Paper, IMF, Washington.
- P. Kiss G. 1998: *A költségvetés tervezése és a fiskális átláthatóság problémái*. MNB Füzetek, 4. MNB, Budapest.
- P. Kiss G. 1999a: A fiskális politika jelzőszámai. *Közgazdasági Szemle*, 4, 307-325. o.
- P. Kiss G. 1999b: Az átláthatóság érvényesülése a magyar államháztartásban. *INFO – Társadalomtudomány*, 45, 31-45. o.
- P. Kiss G. – Szapáry Gy. 2000: Fiscal Adjustment in the Transition Process: Hungary, 1990-1999. *Post-Soviet Geography and Economics*, 41, 4, 233-264. o.

<sup>6</sup> Az ezzel kapcsolatos újabb eredményekről lásd P. Kiss (2002). *A szerk.*

## Infláció és árfolyamok, avagy infláció és árfolyampolitika?

Vincze János<sup>1</sup>

*A nominális árfolyamok rögzítését az elmúlt évtizedekben gyakran vélték az infláció megzabolázásához vezető legbiztosabb útnak (kicsi) nyitott gazdaságokban. Számos sikertelen kísérlet azonban magával hozta az ellenkező végleletet reprezentáló véleményt is, amely szerint az árfolyam szerepe az infláció befolyásolásában elhanyagolható.*

*A tanulmány az árfolyamok és az árak kapcsolatáról néhány alapvető ténytet mutat be, mind nemzetközi, mind pedig magyar vonatkozásban. Ezután kerül sor a tények magyarázatára, illetve a belőlük levonható következtetések megfogalmazására. A tanulmány három lényeges következtetést tartalmaz. Egyrészt az árfolyamok szerepe az inflációban Magyarországon közvetlenül és közvetve is jelentős, jóllehet könnyen lehet ettől eltérő „illúziónk”. Másrészt az árakat nemcsak a mai, vagy a tegnapi árfolyam befolyásolja, hanem az is, hogy mit várnak a gazdaság szereplői az árfolyam jövőbeli alakulásáról. Harmadrészt az árfolyamrendszer megváltoztatása az árfolyam és az infláció kapcsolatát rövid távon módosíthatja, jelenlegi körülményeinkhez képest „zajosabbá” teheti.*

*Kulcsszavak: infláció, nominális árfolyam, reálárfolyam, árfolyampolitika, kis nyitott gazdaság*

### 1. Bevezetés

A közelmúlt Magyarországon a monetáris politika és az árfolyam politika majdnem egybeesett, hiszen az árfolyam politika (a viszonylag szűk sáv, és a sáv jövőbeni alakulására vonatkozó „stabil” várakozások) a kamatok ingadozását általában szűk korlátok között tartották, a pénzmennyiség pedig alapvetően endogén módon, keresleti oldalról határozódott meg. Az árfolyam politika és a monetáris politika közötti ilyen kapcsolat azonban nem szükségszerű, az egyik legérdekesebb megoldandó kérdés előttünk az, hogy hogyan alakítsuk monetáris politikánkat az Európai Unióhoz, s majd a monetáris unióhoz való csatlakozás előtt. Az árfolyam és monetáris politika, valamint az infláció bonyolult kapcsolatának megértése feltétlenül szükséges ahhoz, hogy ezekben az előttünk álló fontos kérdésekben eligazodjunk.

---

<sup>1</sup> Dr. Vincze János, Ph.D, tudományos főmunkatárs, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem Matematikai Közgazdaságtan és Ökonometria Tanszék (Budapest)

A nominális árfolyamok rögzítését az elmúlt évtizedekben gyakran vélték az infláció megzabolázásához vezető legbiztosabb útnak (kicsi) nyitott gazdaságokban. Számos sikertelen kísérlet azonban magával hozta az ellenkező véglelet reprezentáló véleményt is, amely szerint az árfolyam szerepe az infláció befolyásolásában elhanyagolható. Ez a két véleménypólus hasonló ahhoz a nézetkülönbséghez, amely azok között feszül, akik szerint az infláció „monetáris jelenség”, és azok között, akik szerint azt „reál” tényezők határozzák meg. Belátható logikailag is, hogy ezek a szélsőséges nézetek fogalmi félreértéseken alapulnak, az árszínvonal aktuális elemzése pedig nyilvánvalóvá tesz, hogy az infláció megértéséhez összetett és árnyalt képre van szükségünk.

## 2. A vásárlóerő paritás és a reálárfolyam

Az árfolyamok és az árak kapcsolata az I. világháború után keltette fel először komolyan a kutatók érdeklődését is. Ugyanis az I. világháború számos országban az aranypénzrendszer felfüggesztését, a konvertálhatóság ideiglenes megszüntetését hozta magával. Ez azt is jelentette, hogy a közös „horgony” nélkül maradt monetáris politikák divergáltak, a nemzeti pénzek kibocsátási üteme, és az árak változása, ami minden esetben inflációt jelentett, országonként szignifikánsan különbözően alakult. A háború után azonban a „civilizált világ” szinte egységesen célul tűzte ki az aranypénzrendszer visszaállítását, valamilyen formában. Kérdés volt azonban, hogy mik legyenek az új paritások. Az egyik megoldási javaslat az volt, hogy az aranyparitásokat úgy határozzák meg, hogy az rögzítse a pillanatnyilag érvényes vásárlóerő paritást, vagyis az egyes nemzeti árszintek egymás közti viszonyát.

Legyen  $P$  valamely A ország árszintje, és  $P^*$ , egy B országé. Jelölje továbbá  $S$  az első ország valutájának árát a második ország pénzegységében kifejezve. Ekkor a *vásárlóerő paritás* (purchasing power parity, PPP) azt jelenti, hogy

$$P = \frac{P^*}{S} \quad (1)$$

A két valuta *reálárfolyamának* definíciója pedig:

$$RER_{AB} = \frac{PS}{P^*} \quad (2)$$

Azaz a PPP fennállása ekvivalens avval az állítással, hogy

$$RER_{AB} = 1 \quad (3)$$

A reálárfolyam reálmennyiség (hány egységnyi B jószág ér 1 egységnyi A jószágot), aminek – legalábbis elvben – nem kellene függenie a monetáris politikák „eltévedéseitől”.

Sokan vizsgálták azt, hogy a vásárlóerő paritás teljesül-e a gyakorlatban, illetve, hogy a reálárfolyamok hogyan alakulnak. A vizsgálódások különösen intenzívvé

váltak az utóbbi 15 évben. A PPP teljesülésének kérdése egy fontos aspektusa annak a problémának, hogy mi az összefüggés az árfolyamok és az árak között, de mint látni fogjuk, korántsem meríti ki azt.

Az „ország árszintje” fogalom számos buktatót rejt magában. Egy ország árszintjének meghatározása avval jár, hogy számos egyedi árat kell aggregálnunk, amihez ki kell választanunk azokat az árukat, amelyek árát az aggregált indexbe be kívánjuk venni. Ezután következik az aggregálási (átlagolási) indexformula megválasztása. Ahhoz, hogy értelme legyen az árszint összehasonlításnak, a két ország árszint definíciójának kompatibilisnek kell lennie egymással, hiszen nincs különösebb értelme annak a kérdésnek, hogy teljesül-e a fenti egyenlőség, ha az első ország árai például fogyasztói árak, a másikéi pedig beruházási árak. Az aggregált indexek között a leggyakrabban a *fogyasztói árindexekkel* számolnak reálárfolyamot, de például a magyar gazdaságpolitikában 1995 előtt fontos szerepe volt a termelői árakkal számított reálárfolyamnak. A kompatibilitás azért is kényes kérdés, mivel még ha ugyanolyan fajta árakból is rakjuk össze az aggregátumokat, akkor sem indokolt a súlyok azonossága – mivel országonként más lehet a fogyasztás (felhasználás) szerkezete –, de még az is kérdéses, hogy az összehasonlítható országokban ugyanazok az árak és szolgáltatások fordulnak-e elő. Nem csoda, hogy a kutatók szeretik a PPP hipotézist minél dezaggregáltabban tesztelni, és szigorúan ugyanannak az árunak az árával kapcsolatban vizsgálni a vásárlóerő paritás létezését. Ha egyedi árukra alkalmazzuk a vásárlóerő paritás hipotézisét, akkor külön nevet is használunk, arról beszélünk, hogy teljesül-e az *Egyetlen Ár Törvénye* (Law of One Price).

Azonban még az egyedi összehasonlításoknál is felmerülhetnek problémák. Tegyük fel, hogy két áru fizikailag azonosíthatóan egyforma, például ugyanaz a típusú Mercedes személygépkocsi. Valóban ugyanarról az áruról van szó Németországban, mint Afganisztánban? Egy áru értéke még ugyanazon személy számára is függ attól, hogy hogyan, milyen körülmények között használja azt. (Jelen esetben az utak minősége, a közlekedés és általában a „tulajdon” biztonsága, vagy akár a birtoклással járó társadalmi presztízis is fontos szóba jöhető szempontok.)

A fenti kérdésre, ha igennel vagy nemmel kell válaszolnunk, akkor a válasz „nem”, és akár még általánosíthatunk is: nem létezik két egyforma áru különböző helyeken. A nemleges válasz azonban mégsem teszi értelmetlenné a vásárlóerő paritás, vagy az Egyetlen Ár Törvényének empirikus vizsgálatát. A két Mercedes árkülönbségének meglelte tisztán ténykérdés, és más lapra tartozik annak magyarázata, hogy mi az oka az esetleges árkülönbségnek. Nincs okunk tehát arra, hogy ne vegyük komolyan a PPP teszteket, akármilyen aggregációban is hajtották végre azokat. A lényeges az, hogy a tesztek eredményét pontosan értelmezzük, illetve az, hogy segítségükkel hasznos és értelmes következtetéseket tudjunk levonni a gazdasági szereplők viselkedéséről. Az alábbiakban röviden összefoglaljuk az empirikus munkák tényszerű következtetéseit, és a következő fejezetben vizsgáljuk ezek magyarázatát, és a belőlük levonható tanulságokat.

### 3. Lebegő reálárfolyamok

Az újabb kori irodalom kiindulópontja Mussa (1986) tanulmánya volt. Mussa azt a megfigyelést tette, hogy a reálárfolyamok *volatilitása* nagy mértékben megnőtt 1973 után a fejlett országok egymás közti viszonylatában. Mint tudjuk, 1973 után a nagy valuták egymással szemben lebegnek, ami megnyilvánul abban is, hogy a nominális árfolyamok volatilitása radikálisan megugrott. A reálárfolyam volatilitás mértéke nagyon hasonlónak bizonyult a nominális árfolyamok volatilitásához, azaz úgy tűnt, mintha a fenti (2) képletben a két árszint arányában bekövetkező elmozdulások elhanyagolhatóak lennének a nominális árfolyamban bekövetkező elmozdulásokhoz képest. Ez nyilvánvalóvá teszi, hogy a PPP az aggregált árszintekre nem teljesült a lebegő árfolyamok időszakában, függetlenül az esetleges mérési (aggregációs) hibáktól. Ezt az empirikus eredményt azóta sem cáfolták, viszont további kérdéseket vetett fel, amelyek kutatása újabb tényekkel gazdagította ismereteinket.

Persze a PPP-t a fenti szigorú értelemben nem lehet aggregált szinten mérni, ezért általában a tesztek arra vonatkoznak, hogy a reálárfolyam konstans-e, illetve van-e olyan tendencia, hogy a reálárfolyam egy konstans érték felé tendál. Az első tesztek azt mutatták, hogy a PPP hipotézis ebben a gyengébb értelemben sem áll fenn, de az újabb kutatások fényében egyre inkább igaznak tűnik az, hogy hosszú távon tendencia van a PPP helyreállítására, vagyis az eltérések a vásárlóerő paritástól nem bizonyulnak öröknek. Aggregált árindexeket tanulmányozva azonban ez a helyreigazodási tendencia rendkívül lassúnak tűnik. Másfelől viszont, ha konkrét jószágok árait tanulmányozzuk, akkor az igazodás sebessége sokkal gyorsabb. Úgy tűnik, hogy az igazodás sebessége függ az árfolyamrendszerrel, minél nagyobb a nominális árfolyamok ingatagsága, ami nagyjából megfelel annak, hogy minél flexibilisebb az árfolyamrendszer, annál nehezebb kimutatni a PPP-hez való visszatérést még hosszú távon is. Kis árfolyammozgásokra az árak sokkal kevésbé és lassabban reagálnak, mint nagyobb és permanensnek tűnő árfolyamváltozásokra. Érdekes vizsgálatok mutattak rá az „országhatár” szerepére. Kanadai és USA városok árait tanulmányozva azt találták, hogy egyazon termék árai az Egyesült Államok különböző városai-ban sokkal szorosabban együttmozognak egymással, mint a megfelelő termék árával olyan kanadai városokban, amelyek földrajzilag sokkal közelebb vannak hozzájuk. Az „országhatár” léte viszont közgazdaságilag ekvivalens a kétféle dollár létezésével (Froot–Rogoff 1995, Goldberg–Knetter 1997).

Nap mint nap találkozhatunk az újságokban is nemzetközi nagyvárosok közötti árszint összehasonlítással, és itt is azt olvashatjuk, hogy az árak ugyanarra a valutára átszámítva lényegesen eltérnek egymástól a világban, és ez az eltérés tartós. Így a közelmúlt empirikus eredményei talán nem tűnnek nagyon meglepőnek még az átlagolvasó számára sem. Ami talán nem nyilvánvaló a hétköznapi megfigyelőknek az az, hogy az árszintek eltérése, és a rés kinyílásának és bezárulásának tendenciája függ az árfolyamrendszerektől, és különbözik annak függvényében, hogy a mérésre milyen aggregáltságú árindexet használnak.

#### 4. Mindig magasabbra

Az árfolyammal és árszinttel kapcsolatos vizsgálódások egyéb érdekes összefüggésekre mutatnak rá, ha figyelembe vesszük az országok fejlettségi szintjét, és fejlődési ütemét is. Míg a jen, dollár, márka (illetve ma már euró) árfolyamok egymás közti viszonya nem mutat hosszú távon egyirányú tendenciát, addig a fejlődő országok valutáinak nagyon nagy részére igaz az, hogy hosszú távon leértékelődtek mindegyik nagy valutával szemben, és a fejlődő világ inflációs szintje több évtizedes távlatban meghaladta a fejlett világét. Közelebről megnézve az infláció és az árfolyamok kapcsolatát azt találjuk, hogy az inflációs különbség általában nagyobb, mint a leértékelés üteme, vagyis a legtöbb fejlődő ország reálárfolyama rendszeresen *felértékelődik*. Az állandó reálfelértékelődés ténye függetlennek tűnik az árfolyam-rendszerből.

Ez a jelenség azonban nem korlátozódik a hagyományos fejlett-fejlődő világ közti viszonyra. Nyugat-Európán belüli empirikus vizsgálatok is azt látszanak igazolni – jó minőségű, és összehasonlítható adatsorok alapján – hogy a jelenség érvényes volt Németország és „Dél-Európa”, de még Németország és Belgium viszonyában is. Még közelebről megnézve úgy tűnik, hogy ennek az aggregált szinten érvényesülő reálfelértékelődésnek a háttérében az országokon belüli relatív árak változása áll. Nevezetesen a felértékelődő országokra jellemző, hogy a szolgáltatások relatív ára az iparcikkekhez viszonyítva gyorsabban nő, mint a fejlett országokban (Canzoneri és szerzőtársai 1998).

Nemcsak az igaz, hogy a fejlődő országok áremelkedési üteme magasabb, mint a fejlett országoké, hanem az is, különösen a 70-es és 80-as évektől kezdve, hogy az infláció számos a fejlődő kategóriába sorolt országban ért el tűrhetetlenül magas szintet. A magas inflációs periódusok előbb-utóbb *stabilizációs programok* bevezetését hozták magukkal. Eleinte sok ország olyan program keretében igyekezett az inflációt leszorítani, amely rögzítette a nominális árfolyamot, azaz úgynevezett nominális horgonyként alkalmazta azt. Az esetek jelentős részében azt tapasztalták, hogy az infláció csak lassan csökkent, párhuzamosan avval, hogy a szolgáltatások árának növekedési üteme sokkal kevésbé csökkent, mint az iparcikkeké. A rögzített árfolyam és a még mindig viszonylag magas infláció eredménye a hosszú távú trendhez képest is magas reálárfolyam felértékelődés volt, amit sok esetben a fizetési mérleg romlása kísért. Gyakran a valuta támadásoknak volt kitéve, és mielőtt még az inflációs ráta lecsökkenhetett volna, vagy esetleg közvetlenül azután, az ország kénytelen volt feladni a rögzített árfolyamot, majd a valuta meredeken leértékelődött és az infláció újból megugrott (Végh 1992).

A kudarcok tapasztalata új intézményi megoldásokat, illetve régóta meglévő, de nem gyakran használt megoldások adaptálását, sugallta az árfolyam politikának. Az egyik ilyen megoldás a *csúszó leértékelés* rendszere volt, amely lassítani igyekezett a reálfelértékelődést, és gyakran sikerrel tette ezt. Másfelől egyre több ország alkalmazta a (majdnem) „nincs visszaút” stratégiáját, azaz *valutatanácsot* (currency

board) vezetett be, ami az árfolyam rögzítésének egy különösen szigorú, ám nem végérvényes formája. Ez a stratégia szintén több esetben volt sikeres dezinflációs program része. A dezinfláció a 90-es években a fejlődő világban általában sikeresebbnek bizonyult, mint az azt megelőző évtizedben. Több esetben volt tartós az eredménye, és általában jóval kevesebb reálgazdasági súrlódást okozott (Burton–Fischer 1998).

## 5. Kelet-Európa és Magyarország

Sajátosak a kelet-európai átmeneti gazdaságok árfolyamokkal és inflációval kapcsolatos tapasztalatai. Valamennyi átmeneti országban az infláció kezdetben megugrott, ami természetes módon vetette fel azt a kérdést, hogy milyen módon csökkentsék azt. A szakma alapvetően egységes volt abban, hogy a stabilizációnak az árfolyam valamilyen rögzítését (szabályozását) is fel kell használnia mindazokban az országokban, amelyek ezt megengedhetik maguknak. Ez utóbbi alatt azt értették, hogy az ország politikailag viszonylag stabil, a strukturális reformok megkezdődtek, és a költségvetés nem volt „reménytelen” állapotban. Ez a tanács általában megfogadásra is került, és a legtöbb ország legalábbis átmeneti sikereket ért el az infláció stabilizálásában szinte az árfolyamrendszerrel függetlenül. Az árfolyamukat rögzítő országok általában sikeresebbnek bizonyultak, de ezt annak is betudhatjuk, hogy ezek eleve jobb kezdeti feltételekkel rendelkeztek. A 90-es évek közepe óta a sikeresnek nevezhető országok árfolyam politikája azonban nagyobb változatosságot mutat, és jöllehet az infláció ezekben az országokban nem ugrott meg jelentősen, jelenleg is határozottan magasabb, mint Nyugat-Európában, vagy az Egyesült Államokban. Szinte lehetetlen valamifajta kapcsolatot kimutatni az árfolyamrendszer rugalmassága és az infláció szintje között ebben a térségben (Burton–Fisher 1998).

Magyarországon is azt tapasztaltuk, hogy az árfolyam és az infláció üteme hosszabb távon hasonló pályát követtek, rövidebb távon azonban időről időre lényeges eltérések léteztek. Különösen nagy volt az eltérés az 1992-93-as időszakban, amikor a reálárfolyam erősen felértékelődött. Az 1995-ös reálárfolyam kiigazítás után a reálárfolyam felértékelődési folyamat visszatért, de ez azóta sokkal simább trendet követ. Ha felbontjuk a fogyasztói árindexet és megpróbálunk a „reálárfolyam” változás nézőpontjából eltérő csoportokat találni, akkor a következő kép tárul elénk.<sup>2</sup>

Az iparcikkek csoportjának árindexe hosszabb távon nagyon közel van a leértékelés üteméhez. Rövidebb távon azonban többször is eltért a két index egymástól, speciális körülmények függvényében. Például az 1995-ös nagy leértékelést gyorsan követte az iparcikkek árának növekedése, miközben a forint orosz válság következtében bekövetkező – ideiglenesnek bizonyuló és sokak által az adott idő-

<sup>2</sup> Itt a reálárfolyam kifejezést nem teljesen pontosan alkalmazzuk. Nem szigorúan vett reálárfolyam számításokról van szó, mivel a külföldi árszint nincs felhasználva. Tekintettel azonban a nyugat-európai infláció alacsony és stabil szintjére ebben az időszakra, a pontatlanság nem lényeges.

szakban is annak hitt – értékvesztése szinte érintetlenül hagyta ezeknek az áraknak a változását. A szolgáltatások relatív ára emelkedett az árfolyamhoz és az iparcikkek árához viszonyítva is. Megfigyelhető, hogy a reálbér növekedés gyorsabb üteme általában együtt járt a szolgáltatások nagyobb relatív ár növekedésével (Valkovszky–Vincze 2001).

Idáig olyan megfigyeléseket tettünk Magyarországgal kapcsolatban, amik egybevágna a fejezet elején tárgyalt nemzetközi tapasztalatokkal. Van azonban néhány sajátos téma is, amellyel az irodalom nem nagyon foglalkozik, és így nem tudjuk megítélni mennyire sajátosan magyar, illetve kelet-európai problémák. Az *élelmiszerárak* szintén növekvő trendet mutattak az iparcikk árakhoz képest, de ez a trend nagyon hullámzott. Éves-kétéves periódusokban stagnálás, sőt néha kis méretű csökkenés is előfordult a relatív élelmiszerárakban.<sup>3</sup> A közvetve vagy közvetetten *szabályozott árú* szolgáltatások relatív árai szintén növekvő tendenciát mutattak, de ezt a tendenciát a nagy ugrás, majd kicsi, lassú csökkenés periódusainak váltakozása jellemezte.

## 6. Politikamentes tanulságok

A Mussa-féle megfigyelés sokak számára azt jelentette, hogy a nominális árak merevsége hipotézisből, bizonyított tényvé vált. Hiszen ennek lényege az, hogy rövidtávon a reálárfolyamok, az országok közti relatív árak erőteljesen ingadoznak, miközben az egyes országokon belül a relatív árak szinte alig. Ennek magyarázatára találhatnánk elvben más indokot is, mint azt, hogy az egyes országokban a hazai valutában adott nominális árak merevek, mégis a legkézenfekvőbb feltevésnek ez tűnik.

A reálárfolyamoknak az aggregáció szintjétől függően eltérő viselkedése többféleképpen indokolható. Egy kézenfekvő magyarázat az aggregált reálárfolyam lassú „visszatérésére” az egyensúlyi szintjéhez az, hogy az aggregátum jelentős mértékben tartalmaz a nemzetközi kereskedelembe nem bekerülő (*non-tradable*) jószágokat, főleg szolgáltatásokat, amelyek egyes országok közötti – azonos valutában kifejezett – árai jelentősen eltérhetnek. Ugyanakkor ténynek látszik az Egyetlen Ár Törvényétől való eltérés a homogén, és a külkereskedelemben bekerülő (*tradable*) termékeknél is. Az Egyetlen Ár Törvényének sérülése alapvetően egy szükséges feltétellel, és egy speciális okkal magyarázható. Ami miatt plauzibilisnek tartjuk ugyanis az Egyetlen Ár Törvényét fizikailag azonos jószágok esetére, az az *arbitrázs* lehetősége. Vagyis eltérő ár esetén lesz valaki, aki az árut megveszi ott, ahol olcsóbb, és eladja ott, ahol drágább. A piaci erők szabad érvényesülése rövid időn belül megszüntetné az árréseket, hiszen az eladók az olcsóbb országban rájönnének,

<sup>3</sup> Az élelmiszereken belül a feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszerek viselkedése eltérő, és különösen az utóbbi kategóriát jellemzik karakterisztikusan a szövegben említett vonások.



hogyan mi folyik, és növelnék áraikat, illetve a vevők nem lennének hajlandók a drágább országban vásárolni. Nyilvánvaló azonban, hogy a legtöbb áru esetében nem létezik költségmentes arbitrázs. Az árukat szállítani kell, ami költséges, léteznek vámok, illetve mennyiségi kereskedelmi korlátok, s ezek együttvéve megakadályozzák az árak kiegyenlítődését még hosszabb távon is. Ha jobban meggondoljuk, akkor a szolgáltatások azért nem vesznek részt a külkereskedelmi forgalomban, mivel csak nagyon nagy költséggel „transzferálhatók”, tehát az arbitrázs lehetősége elhanyagolható esetükben. Az arbitrázs költségessége tehát szükséges feltétele annak, hogy az árak a különböző országokban eltérjenek egymástól ugyanazon valutában számolva, de nem teszi feltétlenül ésszerűvé ezt. Annak indoklására, hogy az áreltérítés ésszerű is, szolgál az úgynevezett *harmadrendű árdiszkrimináció elmélete*.

Harmadrendű árdiszkrimináció alatt azt értjük, hogy egy eladó számára profitábilis lehet két vagy több valamilyen objektív kritérium alapján megkülönböztethető csoportnak ugyanazt az árut különböző áron kínálnia. Egy mindennapi példa erre a karkedvezményes belépőjegyek esete. Egy eladó számára ilyen objektíve megkülönböztethető csoportok a különböző országok vásárlói is. Amennyiben a különböző potenciális piacokon a kereslet rugalmassága eltér, akkor a profitmaximáló vállalat igyekezní fog ezt kihasználni, és különböző árakat megállapítani. Ennek következménye lesz az is, hogy árait annak az országnak a valutájában határozza meg, amely piacon elad, és nem feltétlenül a saját valutájában. Ugyanakkor bármennyire is kifizetődő elvben egy ilyen magatartás, korlátokat szab neki az arbitrázs lehetősége, de minél nagyobbak ennek költségei, annál nagyobb árkülönbségek érhetők el, amennyiben ezt a differenciált keresleti viszonyok indokolják.

Az arbitrázs költségessége következtében lényegesen másként reagálhatnak az árak az árfolyam elmozdulásaira attól függően, hogy az elmozdulás kicsi vagy nagy, illetve, hogy ideiglenes vagy tartós. Egy viszonylag kicsi árfolyamváltozás kis árkülönbséget hoz létre, és könnyen elképzelhető, hogy az arbitrázs költségek (szállítás, vámok) nagyobbak annál, hogy az olcsóbb helyen való felvásárlás, és a drágább piacon való eladás profitja ne olvadna semmivé, vagy válna aktuálisan veszteséggé. Másfelől, amennyiben egy potenciális arbitrázsőr úgy látja, hogy az árkülönbséget okozó árfolyamváltozás csak rövid ideig áll fenn, nem biztos, hogy veszi a fáradságot magának az ügylet lebonyolításához, mivel attól félhet, hogy mire nyélbe üti azt az árfolyam és árkülönbség már megszűnt.

Ma már több empirikus vizsgálat igazolta, hogy a nemzetközi kereskedelembe bekerülő (tradable) áruk esetében a stabil (előrelátható) árfolyamok esetén az árfolyammozgás jól „lehorgonyozza” az árváltozás ütemét, de nem mindennemű késlekedés nélkül (Obstfeld–Taylor 1997). Ez a késlekedés azonban nagyságrendekkel kisebb, mint amit aggregált árindexek esetén találtak. Míg az aggregált indexeknél az igazodás éveket, itt legfeljebb hónapokat vesz igénybe. Bizonyítottnak látszik a kereskedelem költségességének, és kisebb mértékben, az adminisztratív korlátoknak a hatása is. Az is igazolódni látszik, hogy az árigazodás nemlineáris, kis árfolyamváltozásokra jóval kisebb, mint nagyobb változásokra, valamint az is, hogy tartósan

tekintett árfolyamváltozásoknak jóval nagyobb az esélyük arra, hogy megjelenjenek az árakban, mint az átmenetinek tartott árfolyam ingadozásoknak. Az árdiskriminációnak tehát valamilyen formában szerepe kell, hogy legyen a reálárfolyamok ingadozása magyarázatában.

A reálárfolyamok ingatagságát aggregált szinten, valamint a fejlődő országok trendszerű reálárfolyam felértékelődését, magyarázza részben az, hogy számos termék és szolgáltatás nem kerül kereskedelmi forgalomba (non-tradable). A klasszikus magyarázat az úgynevezett *Balassa-Samuelson hatás* meglétén alapul. A gondolatmenet dióhéjban a következő. Fejlődő országokban a tradable szektor termelékenysége növekedése általában gyorsabb, mint a fejlett országokban. Feltételezve, hogy hosszabb távon a tradable szektor árai megfelelnek az Egyetlen Ár Törvényének, valamint azt is, hogy a tőke költségek a tőke szabad áramlása miatt nemzetközileg meghatározottak, viszont a munkapiacok „nemzetiek”, a nagyobb termelékenység növekedés nagyobb relatív bérnövekedésben fog lecsapódni a fejlődő ország tradable szektorában. Viszont, ha feltesszük azt is, hogy az egyes országokon belül a munkaerő viszonylag szabadon áramlik, és az egyes szektorok között az azonos munkáért járó bérek kiegyenlítődnek, akkor ez a relatív bérnövekedés megjelenik a fejlődő ország non-tradable szektorában is. Mivel a non-tradable szektorbeli termelés ára belföldön a költségek függvényében határozódik meg, ez ott áremelési tendenciát fog okozni, amelyet persze enyhíthet a non-tradable szektor termelékenységeinek a növekedése. Amennyiben a két szektor termelékenység-növekedési különbsége nagyobb a fejlődő, mint a fejlett országban, ami plauzibilisnek tűnik, akkor a kissé komplikált érvelés végén azt kapjuk, hogy a fejlődő ország relatív non-tradable árai jobban nőnek, mint a fejlett ország relatív non-tradable árai, azaz aggregált szinten a fejlődő ország reálárfolyama felértékelődik.

Ez a hatás úgy tűnik, hogy számos fejlődő, és nem is annyira fejlődő országra érvényes, így például Magyarországra is (Kovács–Simon 1998). A csak belföldön fogyasztható szolgáltatások területén érvényesül Magyarországon egy tartós relatív árnövekedési tendencia, amely a feldolgozóipari termelékenység gyors növekedési szintjének, és ezáltal a valutában kifejezett bérek növekedésének tudható be. A magyar reálárfolyam felértékelődési tendencia megítélését komplikálja az élelmiszerek, valamint a szabályozott közszolgáltatások árindexe, amelynek meghatározása – mint a volt szocialista országokban általában – szoros összefüggésben volt mindezidáig fiskális célokkal, jelentős súlya a fogyasztói árindexben. Erre az összefüggésre a következő pontban térünk ki bővebben.

A magyar tények elemzésénél megfigyeltük az élelmiszeripari árak érdekes viselkedését. Ez nemcsak magyar sajátosság, más kelet-európai országokban is hasonló, inflációt növelő, de gyakran dezinflációs funkciót töltöttek be az élelmiszerárak. Az élelmiszerek potenciálisan tradable jószágok, ám számos akadály terheli külkereskedelmüket. A vámok és mennyiségi kvóták magyarázhatják, amiért a belföldi árak lényegesen eltérhetnek a nemzetköziektől, és az Egyetlen Ár Törvényétől is nagy és permanens eltérések figyelhetők meg.

A reálfelértékelődésben más tényezők, például a kereslet eltolódása is szerepet játszhat. Jóllehet van bizonyos evidencia ez utóbbira is, az irodalom nagyjából egyetért abban, hogy a termelékenységi (Balassa-Samuelson) hatás az, ami legerősebben érvényesül. Van azonban még egy lehetséges oka annak, hogy a fejlődő országok árai gyorsabban növekednek azonos valutában számítva. Mégpedig azt is gyaníthatjuk, hogy részben csak látszatról van szó. Amennyiben a gazdasági fejlődés avval jár, hogy egyre nagyobb súlyt kapnak a fejlődő országok fogyasztásában a magasabb minőségű jóságok egy adott jószágcsoportban, akkor, amennyiben az árindex számolásnál erre nem figyelünk, árkülönbségként könyvelünk el valamit, ami nem az. Nincs különösebb jele annak, hogy az árindexek készítésénél nagyon nagy figyelemmel lennének erre a problémára, tehát azt sejthetjük, hogy emiatt az árak eltéréseinek egy része csupán statisztikai érzékszalódásnak tekinthető (Ferenczi és szerzőtársai 2000).

Érdekes megfigyelni, hogy amennyiben regressziós becsléseket számolunk az egyes árindexek és az árfolyamok kapcsolatára, akkor gyakran nagyon alacsony koeficienshez jutunk az árfolyam hatását illetően. Ez azonban lehet csupán statisztikai probléma. Tegyük fel például, hogy az árfolyam nominálisan rögzített. Ekkor az árfolyam regressziós koeficiense az árak egyenletében identifikálhatatlan, hiszen az árfolyam mint regresszor nem különbözik a konstanstól. Másfelől, ha az árfolyam lebeg, de az árakat a permanens árfolyam komponens határozza meg, ami egy átmeneti zajban tér el a megfigyelt, aktuális árfolyamtól, akkor egy „hiba a változóban” jelenséggel van dolgunk, amelyről közismert, hogy az együttthatók alulbecsléséhez vezet.

## 7. Gazdaságpolitikai leckék

A fenti elemzésből következik, hogy az árak merevsége és az *árfolyampolitika* jellege szoros kapcsolatban vannak egymással. Hiszen, ha az árfolyampolitika olyan, hogy az árfolyam változásairól biztosan lehet tudni, hogy tartósak, illetve előreláthatóak, akkor az árak gyorsabban és szorosabban fogják követni az árfolyamváltozásokat. Természetesen nemcsak az árfolyamok határozzák meg az árakat, de egy kicsi nyílt gazdaságban, ahol az export és az import szerepe nagy, az árfolyamok az infláció meghatározó tényezői. Ahhoz, hogy az árfolyamok biztosan „lehorgonyozzák” az árakat, az árfolyampolitikának „jól érthetőnek”, az átmeneti ingadozásoktól lehetőleg mentesnek kell lennie. A helyzet ironiája az, hogy, mint fent megjegyeztem, az ezeket az elveket tökéletesen követő árfolyampolitikának a hatása statisztikailag kimutathatatlan, még inkább, mint az ezen elvekkel szinte homlokegyenest ellenkező árfolyampolitikának lesz. Ugyanis azok a lebegő árfolyamok, amelyek nagy rövid távú ingadozással és a hosszú távú trendektől való tartós eltéréssel járnak, nem fogják érzékelhetően befolyásolni az inflációt rövid távon,

viszont elég hosszú távon esetleg statisztikailag is kimutatható lesz az árfolyam és az árak közti kapcsolat.

Azt mondhatjuk tehát, hogy az infláció és az árfolyam kapcsolatát igazából az infláció és az árfolyampolitika kapcsolataként értelmezhetjük. Mitől függ azonban az árfolyampolitika? A válasz kézenfekvő: az árfolyampolitika része az egész gazdaságpolitikának, így az árfolyamok jövőbeli alakulásának megértéséhez a gazdaságpolitika egészének megértése szükséges. Nem véletlen, hogy árfolyamokkal foglalkozó nemzetközi gazdasági elemzők mindig kiemelt súlyt adnak egy adott ország politikai fejleményeinek, hiszen az, ami az árfolyampolitikát meghatározza, szoros kapcsolatban van a gazdaságpolitika és tágabb értelemben a politika egészével. Ez az állítás annyira általános, hogy pontosítása nagyon nehéz lenne. Így inkább néhány egyszerű történelmi példán szeretnénk illusztrálni azt, hogy hogyan jelentkezik ez a gazdaságpolitika-árfolyam-infláció nexus a gyakorlatban.

Első példánk a gazdaságtörténet egy nevezetes példája, az I. világháború utáni *német hiperinfláció*. A vesztes Németország nemcsak szétzilálódott gazdasággal és közpénzügyekkel rendelkezett, hanem avval a perspektívával is, hogy igen nagy összegű jóvátételt kell fizetnie. A háború alatt a pénzkibocsátás üteme nőtt, az infláció felgyorsult, de még nem öltött elviselhetetlen méreteket. A háború utáni német kormányoknak ahhoz, hogy bevételekre tegyenek szert az egyetlen lehetséges eszközük az inflációs adó volt. A pénzkibocsátás rohamosan nőtt, a márka szabadpiaci árfolyama hasonlóan rohamosan esett, és az infláció egyre gyorsult, amíg hiperinflációba nem torkollott. Mindez nagy vonalakban így zajlott, de ha részletesebben is megnézzük a számokat, akkor érdekes dolgokat találhatunk. Miközben a pénzmenyynység állandóan nőtt, ez nem volt igaz sem az árfolyamra, sem az árakra. A márka a dollárhoz képest 1920 februárja és 1921 májusa között erősödött, és 1920 októbere és 1921 májusa között defláció volt! Mindez a következő várákozásokra volt visszavezethető. Sokan úgy vélték, hogy Németország, mint más európai országok, előbb-utóbb vissza fogja állítani a márka aranyra való konvertálhatóságát, és ezt esetleg a háború előtti árfolyamon teszi majd meg. Ha ez a várákozás beteljesült volna, akkor jelentős felértékelődésnek kellett volna bekövetkeznie a 20-as évek közepén. Ez a várákozás a márka iránti kereslet növekedéséhez vezetett egy olyan periódusban, amikor a költségvetést finanszírozó pénzkibocsátás üteme rendületlenül pozitív volt. Ez ellen a várákozás ellen szólt azonban az az érv, hogy Németország képtelen lesz ugyanazt megtenni, amit a győztes hatalmak, a ránehezedő jóvátételi teher miatt. A jövő az utóbbi nézetet igazolta, ez azonban nem változtatott azon, hogy az előbbi vélemény meglelte ideiglenesen ellentétes trendekhez vezetett (Kindleberger 1993).

Másik példánk legyen *Chile* a 70-es 80-as évek fordulóján, de lehetne számos más latin-amerikai ország is ugyanebben az időszakban (Dornbusch és szerzőtársai 1995). Chile az Allende-korszak magas inflációja után gazdasági stabilizációs korszakon ment át, amelyet az árfolyam egyre las

tartani a bérköveteléseket, a piacok mindig is adtak egy nem elhanyagolható esélyt annak, hogy a latin-amerikai történelemben megszokott módon a rögzített árfolyamot egy ponton, amennyiben nem alakul minden kedvezően, feladják. Ez a várakozás ahhoz vezetett, hogy az infláció, elsősorban a non-tradable szektorban, nagyon lassan csökkent. Az importárak viszont emiatt hosszú ideig relatíve alacsonyak voltak, és hatalmas import és fogyasztói boom vette kezdetét, ami a fizetési mérleg romlásához, a munkanélküliség növekedéséhez, és a devizatartalékok elapadásához vezetett. Mire az infláció végre alacsony szintre csökkent, a tartalékok is alacsonyak lettek, és, amikor bekövetkezett a mexikói válság 1982-ben, Chile ellen is pénzügyi támadás bontakozott ki, ami a peso újbóli leértékeléséhez és az infláció felgyorsulásához vezetett. Látjuk, hogy a történelem itt is számított. Míg a német esetben a történelmi tapasztalatok bizonyos erőt kölcsönöztek egy olyan kormánynak, amelynek aktuálisan semmifajta ereje nem volt, Chilében egy potenciálisan kitartó gazdaságpolitika is összeomolhatott, mert a múlt alapján nem hittek tökéletesen benne.

Sokan felvetették már azt a kérdést, hogy mi a *kauzalitás* iránya az árfolyamok és az infláció között. Válaszunk az, hogy a kérdés tyúk-tojás probléma. Az, hogy egy konkrét inflációs és leértékelési epizódus milyen kapcsolatban van egymással, az nagymértékben a gazdaságpolitika függvénye. Szinte lehetetlen olyan gazdaságpolitikát elképzelni, amelyben az árfolyamok nem reagálnak semmilyen körülmények között az inflációra. Ugyanakkor szinte elképzelhetetlen az is, hogy legalább bizonyos fajta árfolyamváltozások ne hassanak az árakra. Statisztikailag szemlélve előfordulhat, hogy az infláció gyorsulása megelőzi az árfolyamváltozás gyorsulását, de megeshet a fordítottja is, valamint az is hogy a két jelenség szinte teljesen egyidőben zajlik le. Kicsit kiábrándító lehet egy ilyen „minden megeshet” válasz, de sajnos ez az igazság.

Mint közismert, a kelet-európai országok erősen torzult relatív árrendszerrel indultak a 90-es évek elején. A torzulás egy része a közszolgáltatások alacsony árából származott. Hatékonysági és költségvetési megfontolások azóta szinte minden országban ezek relatív árát határozottan felfelé mozdították, miközben szociális és politikai indokok fékeztek ezt a folyamatot. Ezeknek az ellentétes erőknek a harca minden országra igaz volt, jóllehet a megoldások időben és módszerekben változatosak voltak. Akárhogyan is történt, a részben legalábbis szabályozott közszolgáltatás árak egy furcsa komponensét képezték a fogyasztói árindexnek. Időnként nagyon emelkedtek, jobban, mint a többi ár, néha viszont az antiinflációs küzdelem részeként hosszabb ideig nominálisan alig változtak. Egy ilyen „árkategória” létezése rontja az infláció és a nominálárfolyam között megfigyelhető statisztikai kapcsolat erősségét, másrészt pedig a kezdeti torzítás miatt hozzájárult a reál felértékelődéshez. Azonban mondhatjuk-e, hogy ezeknek az áraknak az alakulásához semmi köze az árfolyamnak? Egy ilyen állítás nagyon félrevezető lenne, hiszen azt, hogy a közszolgáltatások árai mikor és milyen mértékben változtak, az egyéb árak viselkedésétől (is) függött, amelyeknek viszont, mint láttuk, sajátos, de határozott kapcsolata van az árfolyamokkal. A konklúzió megint az, hogy áttételes és zajos kapcsolat ese-

tén, jóllehet statisztikai reláció nem mutatható ki, logikailag érvelhetünk az árak és az árfolyamok összefüggése mellett.

Az Egyetlen Ár Törvényétől való eltérések szükséges feltétele az, hogy ne legyen lehetőség költségmentes nemzetközi arbitrázsra. A legtöbb élelmiszer piacon az alacsony költségű arbitrázs lehetősége ma már fizikailag fennáll, és az élelmiszerárak „reálárfolyamának” ingadozása leginkább gazdaságpolitikai hatásoknak tudható be. Egyfelől a vámok, támogatások, kvóták jelenléte helyet ad az áreltérítéseknek, másfelől ezeknek gyakori változtatása a mezőgazdasági kínálatot befolyásolja, és az eleve bizonytalan időjárástól függő mezőgazdasági kínálati görbét még ingadozóbbá teszi.<sup>4</sup> Ennek következménye, hogy további beavatkozás nélkül az árak is erősen ingadoznának. Ez az érvelés persze aztán újabb beavatkozásokhoz vezet. Az alapvető kérdés az, hogy az egész beavatkozási stratégia nem maga-e az egyik forrása a bizonytalanságnak, ami a termelés, és így a zabolátlan árak ingadozását magyarázza. Erre nehezen lehetne választ adni, hiszen gyakorlatilag nincs ország, amely ne lenne „aktív” a mezőgazdasági piacokon. Mindenesetre szűkebb témánk szempontjából két dolgot szeretnénk kiemelni. A mezőgazdasági és élelmiszeripari árak ingatagsága egy olyan tényező, amely megint csak rontja a statisztikai kapcsolatot az aggregált árindexek és az árfolyamok között. Másfelől a különböző állami beavatkozások a nemzetközi arbitrázs költségessé tételén keresztül nemcsak a látszatot rontják, hanem valóban hozzájárulnak a reálárfolyamok ingatagságához, és ahhoz, hogy sérül az Egyetlen Ár Törvénye.

## 8. Zárszó: az előttünk álló kérdések és az árfolyampolitika

Eddigi elemzésünk nem kommentálta azt az alapvető megfigyelést, amit az előző fejezetben a tények között említettünk. Nevezetesen azt, hogy a fejlődő országokban az infláció általában szignifikánsan nagyobb, mint a fejlettebb országokban. A különbség ugyanis nagyobb, mint amit bármely Balassa-Samuelson hatás magyarázni tudna, és nemcsak a reálárfolyam felértékelődéséről van szó, hanem határozottan magasabb inflációról. Kevés kétségünk van afelől, hogy a gazdaságpolitikák különbözősége a magyarázat kulcsa, és hogy ez valahogyan összefüggésbe hozható az eltérő fejlettségi szintekkel. Amit fontosnak tartunk itt megjegyezni azonban, az csak az, hogy a nagy inflációs különbség nem valamiféle természeti csapás, igenis elképzelhető, hogy egy fejlődő ország a fejlett országokhoz hasonló inflációs szintet érjen el hosszabb időszak átlagában, ehhez azonban megfelelő gazdaságpolitika, és nemcsak monetáris, vagy árfolyampolitika szükségeltetik.

Az Európai Unióhoz csatlakozni kívánó Magyarország számára külső kényszer lesz az infláció uniós szintre csökkentése, és előbb az *euróval szembeni*

<sup>4</sup> Egy hétköznapi példa a takarmánypiacról: „Az exportstop híre vitte le az árakat” (Magyar Hírlap, 2000. október 24., 10. o.)

árfolyamstabilitás elérése, majd a monetáris unióhoz való csatlakozás. Az árfolyamstabilitás nem jelent feltétlenül szigorú inflációs konvergenciát, hiszen a reálfelértékelődés folytatódhat. Valóban azt látjuk, hogy egy olyan gyorsan fejlődő országban, mint Írország, amely már a monetáris unió része, még ma is több százalékpontos inflációs differencia van az eurózóna többi részéhez képest. Ez a tény egy súlyos potenciális problémát vet fel: az árfolyam stabilitás és az inflációs konvergencia Maastricht-kritériumainak esetleges összeegyeztethetlenségét. Ennek a problémának ma már sokan tudatában vannak, és elkezdődött a gondolkodás arról, hogy hogyan oldható meg. A kérdésnek számos aspektusa van, és itt nem szeretnénk azt a benyomást kelteni, hogy mélységben tárgyaljuk ezeket. Anélkül, hogy megpróbálnánk következtetéseket levonni a követendő politikáról, mindössze felsorolunk az előzőekből adódó két releváns összefüggést, amit majdan figyelembe kell venni.

1. Egy teljesen, vagy majdnem teljesen lebegő árfolyamra való áttérés esetén az árfolyam horgony szerepe csökken rövid távon, ami viszonylag jelentős reálárfolyam fel, illetve leértékelődésekhez is vezethet. Az árfolyam bizonytalanság óvatosabb árlépéseket tesz indokolttá, de egy nagy és permanensnek hitt változás utáni a módosítás is nehezebbé válik.
2. Egy rögzített, bár változtatható árfolyam sohasem tökéletesen hiteles. Könnyen kialakulhatnak „végső” árfolyamváltozásra vonatkozó várakozások, amelyeknek inflációs hatása is lehet. Ezek nem pusztán a monetáris politika, hanem az általános gazdaságpolitika függvényei.

### Felhasznált irodalom

- Burton, D. – Fischer, S. 1998: A mérsékelt infláció felszámolása. In Cottarelli, C. – Szapáry Gy. (szerk.): *Mérsékelt infláció*. MNB, Budapest, 25-92. o.
- Canzoneri, M. – Cumby, R. – Diba, B. – Eudey, G. 1998: *Trends in European Productivity: Implications for Real Exchange Rate, Real Interest Rates and Inflation Differentials*. Oesterreichische Nationalbank Working Papers, 27. OeNB, Bécs.
- Dornbusch, R. – Goldfajn, I. – Valdes, R. 1995: Currency Crises and Collapses. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 219-295. o.
- Ferenczi B. – Valkovszky S. – Vincze J. 2000: Mire jó a fogyasztóiár-statisztika? *Közgazdasági Szemle*, 10, 751-774. o.
- Froot, K. – Rogoff, K. 1995: Perspectives on PPP and Long-Run Real Exchange Rates., In Grossman, G. – Rogoff, K. (szerk.): *Handbook of International Economics*. 3. kötet. Elsevier Press, Amszterdam, 1647-1688. o.
- Goldberg, P. – Knetter, M. 1997: Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned? *Journal of Economic Literature*, 35, 3, 1243-1272. o.
- Kindleberger, C. 1993: *A Financial History of Western Europe*. Oxford University Press, London.

- Kovács M. A. – Simon A. 1998: *A reálárfolyam összetevői*. MNB Füzetek, 3. MNB, Budapest.
- Obstfeld, M.– Taylor, A. 1997: Nonlinear Aspects of Goods-Market Arbitrage and Adjustment: Heckscher's Commodity Points Revisited. *Journal of the Japanese and International Economies*, 11, 4, 441-479. o.
- Mussa, M. 1986: Nominal Exchange Rate Regimes and the Behaviour of Real Exchange Rates: Evidence and Implications. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 25, 117-214. o.
- Valkovszky S. – Vincze J. 2001: Estimates of and Problems with Core Inflation in Hungary. *Central Bank Review*, 1, 49-68. o.
- Vegh, C. A. 1992: *Stopping High Inflation: An Analytical Overview*. Working Paper No. 91/107. IMF Staff Papers, 39, 3, 629-695. o.



## Gazdaságpolitikák haszna és költségei

Simon András<sup>1</sup>

*A tanulmányban az infláció leküzdésének különféle stratégiáit elemezzük abból a szempontból, hogy melyiknek mennyi a költségvetést terhelő költsége.*

*Egy olyan országban, ahol az államadósság nagy, és a hazai pénzben denominált adósság jelentékeny hányada külföldiek kezén van, fontos szempont, hogy a kifizetett kamatköltség viszonylag csekély legyen. Tudjuk azonban, hogy az alacsony kamatláb élénkíti a belföldi keresletet, ami végső soron inflációs hatású, illetve gyengíti a jelenlegi dezinflációs folyamatot. Hogyan tudjuk a kétféle célt, az alacsony kamatszintet és a dezinflációs célt összeegyeztetni?*

*A válasz lényege abban van, hogy a dezinfláció ütemét nemcsak a kamatláb által befolyásolható kapacitáskihasználtság, hanem a politika hitelessége is befolyásolja. Ha sikerül a társadalmat – a piacot – meggyőzni arról, hogy a gazdaságpolitika valóban csökkenti az inflációt, akkor a várakozások alkalmazkodnak a gazdaságpolitikai célhoz és az infláció „magától” csökken, anélkül, hogy a kapacitás kihasználatlanság miatti veszteség fellépne. Ennek a hitelességnek a felépítését a gazdaság adósságállományának biztonságos szintre való csökkentése, valamint az egyenletesen csökkenő ütemű árfolyam leértékelés és az ahhoz tartozó egyenletesen csökkenő infláció szolgálhatja. Ezek együttese a gazdasági környezet olyan biztonságát hozza létre, amelyben a befektetők viszonylag kis kamatláb mellett is hajlandók megfinanszírozni a gazdasági növekedést. Ha mindez következetesen prudens fiskális politikával társul, akkor ezek a beruházások nem okoznak feszültséget a termelői kapacitások kihasználásában, és ezáltal nem akadályozzák a dezinfláció folyamatát sem. A magyar gazdasági stratégia éppen ezekre a gondolatokra épül.*

*Kulcsszavak: dezinfláció, árfolyamrendszer, egyensúly, sterilizáció, hozamgörbe*

### 1. A kamatláb a gazdaság egyensúlyától függ

Az államháztartás költségeinek tekintélyes hányadát – jelenleg mintegy 17 százalékat – az adósságra fizetett kamatok teszik ki. A gazdaságpolitikának ezért fontos szempontja kell hogy legyen, hogy milyen hatással van a kamatlábra és ezáltal az államháztartás költségeire.

A kamatlábat a gazdaságpolitika nem tudja önkényesen alakítani.

---

<sup>1</sup> Dr. Simon András, főosztályvezető-helyettes, Magyar Nemzeti Bank (Budapest).

Nyitott gazdaságban a kamatláb és a valutaárfolyam egymással szorosan összefügg. Összetartja őket az ún. kamatparitás elve. Ez azt mondja, hogy a befektetések várható hozamait mindig kiegyenlíti a piac, ezért egy országban a

hazai kamatláb = külföldi kamatláb + a külföldi valuta értékváltozása (valutaárfolyam változása) + a hazai valuta kockázataért fizetendő felár

Ahol kontrolláljuk a valutaárfolyamot – mint Magyarországon is –, ott a kamatlábat a kamatparitás elve meghatározza. Bár a jegybank nálunk is „meghirdet” kamatlábakat, vagy „kamatot emel”, illetve „kamatot csökkent”, ez nem azt jelenti, hogy hosszabb távon közvetlenül meg tudná határozni a kamatláb nagyságát.

Közvetve azonban mégis fontos szerepet játszik a gazdaságpolitika a kamatláb kialakulásában, mert a kockázati felár nagymértékben az árfolyampolitika és az azt támogató gazdaságpolitika függvénye.

Ha sikerül a piacot meggyőzni arról, hogy a gazdaság egyensúlya stabil, hogy az előre meghirdetett valutaárfolyam-pálya ténylegesen meg is valósul, úgy, hogy nem borul fel a külgazdaság egyensúlya, akkor a befektetők kockázata kicsi és az itthoni kamatláb alacsony lesz.

Az ilyen egyensúlyi árfolyamhoz tartozó kamatláb a fogalom természetéből adódóan nem lehet „túl alacsony” olyan értelemben, hogy túl nagy költekezésre ösztönözne. Ha ugyanis valóban hiteles a meghirdetett árfolyam és az ahhoz kapcsolódó gazdaságpolitika, az éppen azt jelenti, hogy az emberek arra számítanak, hogy a meghirdetett árfolyammal-konzisztens lesz az infláció is – adott esetben megfelelően csökkenő ahhoz, hogy az alacsony kamatláb ne váljon alacsony reálkamatlábbá. Így az alacsony kamatláb nem okoz inflációt<sup>2</sup>.

Ennek a kockázati felárnak a csökkentése a magyar gazdaságpolitika célja. A felár csökkentésével ugyanaz az inflációs cél lényegesen olcsóbban érhető el, nemcsak kevesebb termelési kieséssel, de kisebb fiskális kiadással is.

E stratégia alapjait ismertetjük a következőkben, értékelve a stratégiából származó előnyöket és költségeket.

### 1.1. Kétféle stratégia

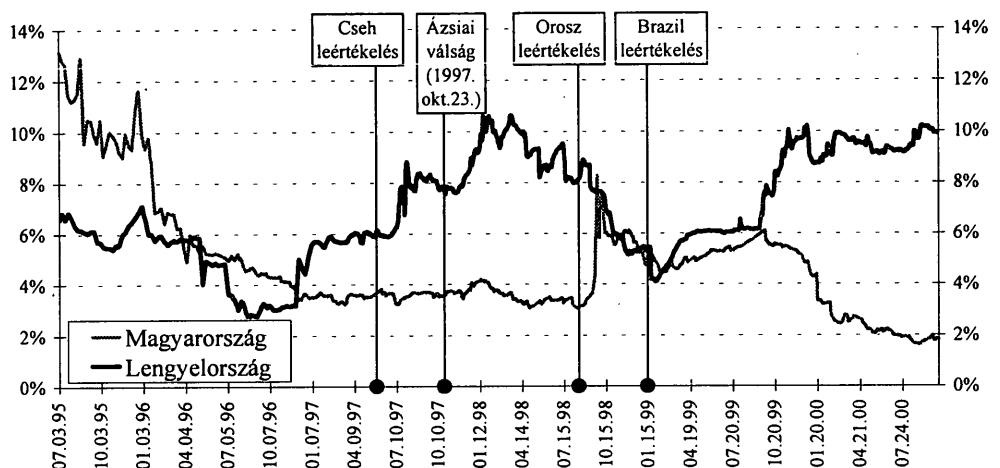
A dezinflációra többféle stratégia létezik. A hazai módszer eltérő tulajdonságai jól mutatkoznak meg a lengyel stratégiával való összehasonlításban (1. ábra).

Láthatjuk, hogy a kamatkülönbség óriási, és tudjuk – az ábra ezt nem mutatja –, hogy a dezinflációs eredmény lényegében ugyanaz. A magyar államadósság-

<sup>2</sup> Tudnunk kell, hogy az emberek döntését, hogy ma fogyasszanak, vagy holnap, vagy hogy ma beruházzanak-e, nem a nominális kamatláb, hanem a reálkamatláb befolyásolja, vagyis kamatláb mínusz várt infláció. Akkor „nem hiteles” a kamatláb-politika, ha a várt infláció nagy, nagyobb, mint amit a gazdaságpolitika meghirdet. Ebben az esetben az emberek igyekeznek többet költeni ma, és ezzel az infláció tényleg be is következik.

szint mellett a lengyel stratégia súlyos fiskális áldozatokkal járt volna, hiszen a magas kamatláb legnagyobb károsultja a gazdaság legnagyobb adósa, az állam.

1. ábra A kamatprémium alakulása (1995. július 3. - 2000. október 10., százalék)



Kamatprémium = belföldi 3 hónapos bankközi kamatláb mínusz külföldi 3 hónapos kamatláb (70% euró + 30% dollár) mínusz bejelentett leértékelés összege az elkövetkező 3 hónapra (százalékban mérve és éves szintre számítva). A lengyel zloty 2000. áprilisa óta szabad azonban a jobb összehasonlíthatóság kedvéért a lengyel kamatlábkülönbséget követően is le van vonva a csúszó leértékelés legutolsó értéke (éves 3,6 százalék).

**Megjegyzés:** Az ábrán a kamatlábakból már ki van szűrve az árfolyam változásából és a külföldi kamatlábból adódó első két komponens és már csak a kockázati felár szerepel.

**Forrás:** Darvász-Szapáry (1999, 21. o.).

A különbség a magyar gazdaságpolitikának abból a sajátosságából adódik, hogy a kockázatok csökkentésére törekedett és törekszik.

**Miben tér el a kétféle stratégia?** A lengyel a „nyers erőre” alapoz, erősen növeli a kamatlábat, ami a *kamatparitás elve* miatt erősíti a valutát („a magas kamatra bejön a pénz”). Az erős valuta elbizonytalanítja a piacokat, nem tudják, hogy az árfolyam tartható lesz-e: vajon a kamatpolitika eléri-e dezinflációs célját, még *mielőtt* az erős árfolyam miatti export-visszaesés tönkretenné a makrogazdaság szerkezetének egyensúlyát, olyan válságot hozva létre, amelyben a valuta leértékelődik és az infláció újraéled? Ez a stratégia tehát a korábbi – magas inflációval járó – egyensúlyt *felborítja*, és igyekszik egy új, alacsonyabb inflációs egyensúlyt létrehozni.

A politika hozzá tehát létre a valutaárfolyam tarthatóságának azt a nagyfokú bizonytalanságát, aminek – a valutaparitás elvéből következően – összhangban kell lennie a magas kamatlábbal.

A magyar stratégia a kamatparitás összefüggését a másik irányból igyekszik a dezinfláció szolgálatába állítani. Az elv a következő: legyen a valuta árfolyama viszonylag gyenge, vagy legalábbis olyan, amely nem sújtja a külfölddel versenyző

szeptort. Ez az elv adja a stratégiának azt a tulajdonságát, hogy „exportbarát”, vagy „növekedésbarát”, tehát olyan, hogy az infláció csökkentését nem úgy hajtja végre, hogy közben exportot és gazdasági növekedést áldozna fel. Így nem kockáztatjuk azt, hogy a külgazdasági egyensúly felboruljon, és nem adunk okot arra, hogy a piac elbizonytalanodjon a valutaárfolyam tarthatóságát illetően. Ha a makrogazdasági bizonytalanság megszűnik, akkor bizalom jön létre a valuta árfolyamát illetően. Ezt a bizalmat használjuk fel arra, hogy az árfolyamot, mint a várakozások és ezáltal az infláció terelésének eszközét, „horgonyát” alkalmazzuk. Ez a meggondolás-adja a magyar szűk sávós árfolyamrendszer alapját.

A rendszer fontos követelménye, hogy a bejelentett árfolyamrendszer hitelét megőrizzük. Ennek két fontos feltétele van:

1. Makrogazdasági egyensúly. A valutaárfolyam a külgazdasági egyensúlynak csak egyik, időlegesen ható tényezője. Rövid távon a termelés mennyisége befolyásolható a kereslettel, de hosszabb távon nem. Hosszabb távon a külgazdasági mérleg egyensúlya azt jelenti, hogy nem költhetünk többet, mint amit megtermelünk. Ha a piac azt észleli, hogy az ország többet költ, mint amennyit megengedhetne magának, akkor bizonytalanná válik, és ez azonnal megmutatkozik a kamatlámban, nagyobb kockázati prémiumot vár el. (Ha nem kapja meg, kivonul a piacról, ami a valuta leértékelődését vonja maga után). Az egyensúly fenntartásában a fiskális politikának kulcsszerepe van.

2. Stabil, dezinfláció esetén stabilan csökkenő ütemben leértékelődő árfolyam. Így a várható árfolyam kiszámítható, és az üzleti tervek, bérmegállapodások alkalmazkodnak hozzá.

Közvetlen kamatpolitika tehát, olyan értelemben, hogy a jegybank deklarál egy kamatlábat, és azt a pénzpiacon „megvédi”, csak a már említett „nyers erő”-re alapító rendszerben van. Magyarországon a kamatpolitika a valutaárfolyam meghatározásán és a kereslet és kínálat egyensúlyát biztosító – elsősorban fiskális – politikán keresztül valósul meg. A fiskális megszorítás csökkenti a kamatlábat, a lazítás növeli.

Ez a politika természetesen csak befolyásolja, de nem határozza meg a kamatlábat. Nagyon nagy szerepe van a külső tényezőknek. Maga a kamatprémium is óriási mértékben függ a külföldi befektetők helyzetmegítélésének változásaitól, vagy éppen a világ valamely más táján létrejött válságok okozta globális likviditási problémáktól, teljesen függetlenül a magyar gazdaság megítélésétől. Ezek a változások jól mutatkoznak az ábrán is, ahol az 1998-as nemzetközi válság a magyar kamatlábat is megnövelte. Ezek a bizonytalansági tényezők adottságok, el kell fogadnunk őket.

A jegybank tehát, amikor kamatlábat változtat, mindig követi a külső piacon végbemenő eseményeket: a külső piac szeszélyeit, a hazai keresleti politika lazulását vagy szorítását, de úgy, hogy igyekszik azok hatását „kisimítani”.

## 1.2. Elkerülhető-e a kamatprémium fizetése?

A kamatprémium az a többletkamat, amit a forinttartozásokra fizetni kell csak azért, mert a forint árfolyama vagy az ország fizetőképessége bizonytalan. Ez, mint láttuk, Lengyelországhoz viszonyítva nagyon alacsony, de még mindig pozitív, ma mintegy 1,5-2,0 százalékpont.

Nyilvánvaló, hogy a külföldi hitelező miért követel prémiumot, ha forintban nyújt hitelt. Számára a forint árfolyama kockázati tényező. Vajon mi készteti azonban a hazai hitelfelvevőt arra, hogy a magasabb kamatlábbal hitelt vegyen fel? Témán szűkítése érdekében tegyük fel a kérdést úgy, hogy mi készteti az államháztartást arra, hogy forintban bocsásson ki kötvényeket, amikor annak kamata forintban számolva 1,5-2,0 százalékkal nagyobb, mintha devizában finanszírozná magát.

Az államkincstár és a jegybank között van egy munkamegosztás. A kincstár feladata az adósság költségminimalizálással való menedzselése, a jegybank feladata pedig a monetáris politika. Hogyan egyeztethető össze ezzel az elvvel az, hogy a kincstár drágább forintforrással finanszírozza magát? Miért nem finanszírozza magát a kincstár kizárólag az olcsóbb külföldi forrásból?

Azért, mert a fiskális és monetáris politika *nem független* egymástól. A kincstár ilyen kísérlete a monetáris politika implicit ellenlépése nélkül a válság és csőd irányába vinné a gazdaságot.

Az államháztartás mérlegének van még egy tétele, amely összefügg azzal, hogy miben finanszírozza magát: ez a jegybank nyereség-befizetése. Ha az államháztartás áttér a devizafinanszírozásra, akkor ezzel kiesne a hazai piacon az állami kötvénykínálat és esnének a kamatok. A kamatok esése a befektetőket elriasztaná a forintban való vagyontartástól. Először csak a külföldi befektetők vonulnának ki a magyarországi forinthitelezésből, majd a belföldiek is elkezdenék kivinni a pénzüket. Először csak elbizonytalanodna a magyarországi pénzpiac, majd megindulna a forint elleni támadás. Az árfolyam védelmében ezért a jegybanknak kellene olyan forintkötvény-kínálatot létrehozni, amely helyreállítja a forintkötvények eredeti jövedelmezőségét. Ebben az akcióban a jegybank éppen azt a kamatprémiumot kellene, hogy kifizesse az általa kibocsátott forintkötvényekre, amit a kincstár „megnyert”. Mivel a jegybank fiskális szempontból az államháztartás része, az összevont államháztartás sem nem nyerne, sem nem veszítene az ügyleten.

Ezért van az, hogy a kincstár költségminimalizálását a fejlett országok nemzetközi gyakorlatában úgy korlátozzák, hogy a kincstár csak belföldi valutában bocsát ki kötvényeket. Így a munkamegosztás világosabb lesz: a kincstár feladata a költségminimalizálás a hazai piacon, a jegybank feladata a devizatartalékokkal való gazdálkodás az árfolyampolitika védelmében.

A magyarországi gyakorlat is erre halad. A devizában való közvetlen eladósodás csak olyan helyzetben indokolt – és ez volt Magyarországon az átmenet bizonytalanságai közepette – amikor a nagyfokú hosszú távú inflációs bizonytalanság miatt nincs hazai hosszabb távú kötvénypiac.

## 2. Az államháztartásnak mint a pénzpiac résztvevőjének hatása a kamatlábra

A jegybank – az államkincstárral együttesen – viszonylag nagy pénzügyi vagyoni-portfólióval rendelkezik. Ha ez a portfólió elég nagy, akkor a jegybank eladásokkal és vételkkel befolyásolhatja az eszközök árát, így a forintpapirok hozamát is. Úgy is mondhatjuk, hogy mivel a kamatparitást a piac átlagának (árfolyam)várakozásai határozzák meg, a jegybank (és a kincstár), mint a piac résztvevője, a saját súlyával befolyásolhatja ezt az átlagos várakozást.

Tudnunk kell azonban, hogy partnere a világpiac, ezért ez a befolyása nagyon korlátozott. Nem tud olyan kamatlábat létrehozni, amely lényegesen eltér a piac megítélésétől, mert az ilyen kísérletre a gyakorlatilag végtelen mennyiségű tőkét mozgósító világpiac ellenspekulációjával találná magát szemben.

Minden befektetés felfogható egy *spekulációnak*, amelyben a spekuláns hozama bizonytalan. Amikor a jegybank „megvédi” az árfolyamot az erősödéstől és ezért devizát vásárol, implicit módon a külföldi befektetőkkel ellentétes spekulációt folytat: akkor nyer, ha a forint gyengül. Aki arra spekulál, hogy a forint a sáv erős oldalán marad, az folyamatosan kap egy bizonyos összeget: ez a kamatprémium. Az ezzel szemben álló spekuláns – és ez a jegybank – folyamatosan fizeti ezt a prémiumot, de ha „megfordul a szél” akkor hirtelen nagy összeget nyer. (Ilyen fordulat jött létre például az orosz válság nyomán.) A konstrukció hasonlít egy *biztosítási ügylet*-hez: a jegybank folyamatosan biztosítási díjat fizet a piacnak annak érdekében, hogy stabil gazdasági környezetet teremtsen a gazdálkodóknak. A káreseményt a válság jelenti. Ekkor a befektetők hirtelen kiviszik a pénzüket, de magas árral kell, hogy kárpótolják a jegybankot.

A kamatprémium tehát nem a jegybank vesztesége egy spekulációs ügyletben, hanem egy olyan kifizetés, amelynek ellenértéke van. Az ellenérték jellege nagyon hasonlít a biztosítási konstrukcióban kapott ellenértékhez: egyik része a kártérítés, vagyis az esetleges fiskális bevétel, másik része maga a biztonság, vagyis a kockázat csökkenése.

Nem eléggé prudens gazdálkodóknál előfordul, hogy a biztosítási költségeket „megtakarítják”. Egy ország gazdaságpolitikája azonban nem épülhet ilyen alapokra. Lehet egy biztosítás olcsó vagy drága, de az semmiképpen nem mondható, hogy a kifizetett összeg elveszett pénz.

### 3. A kamatpolitika költség-haszon elemzése

Ennek a speciális „valutaárfolyam- és kamatláb-biztosítási” konstrukciónak sem a díját, sem a hozamát nem könnyű megbecsülni.

#### 3.1. A biztosítási díj

*Díjként* azt az összeget tekinthetjük, amit a gazdaságpolitika rendszeresen fizet azért, hogy a deklarált árfolyamsávon belül maradv a kamatparitás ne kényszerítsen ki túl nagy kamatingadozásokat és szélsőséges esetben az árfolyamrendszer összeomlását.

A jegybank mérlege csak része az államháztartásának. A gyakorlatban a jegybanknál lévő rövidlejáratú betétállományt tekintik „sterilizációs” állománynak, és az erre fizetett kamatköltséget az alternatív – deviza – kamatköltséggel szemben a *sterilizálás költségének* (Jakab–Szapáry 1998).

Ez a fogalom ugyan pontosan definiálható, és könyvelésileg is megfeleltethető neki egy többé-kevésbé elkülöníthető összeg, de közgazdasági tartalma nem sok van. Közgazdasági szempontból ugyanis – mint az előbbieken már szó volt róla – a kamatpolitika egésze az, amelynek a haszna és a költsége értelmezhető. Az, hogy a költség hol jelenik meg az elsődleges könyvelésben, a kincstárnál vagy a jegybanknál, olyan technikai kérdés, amelynek nincs közgazdasági jelentősége. Nyilvánvaló, hogy ha a kincstár sok forintpapírt<sup>3</sup> bocsát ki, és kevesebb devizapapírt, akkor a jegybanknak kevesebbet kell sterilizálnia ugyanazon kamatpolitika fenntartásához, de a kamatpolitika egészének költsége változatlan lesz. A kamatpolitika költségeit az határozza meg, hogy a konszolidált (összevont) államháztartás milyen arányban tartja nettó tartozásait devizában, illetve forintban.

A kamatpolitika költsége azonban legfeljebb fogalmilag létezik, a biztosítási analógia alapján való intuitív értelmezésben. Gyakorlatilag azért nem számítható ki, mert nincsen összehasonlítási alap, nincs olyan helyzet, amikor „nem kötünk biztosítást”. Minden kamatláb a biztonságnak valamilyen – egyébként szintén nem mérhető – fokát biztosítja. Amíg tehát a szokásos biztosításnál a kockázat adott, és a díj ennek alapján számítható, a kamatpolitika esetében maga a díj befolyásolja a kockázatot: ha magas a díj, akkor kisebb lesz a kockázat. Sőt, a probléma még bonyolultabb: ha túl magas a díj, akkor a kockázat újra növekszik.

A prémium adott esetben lehet kicsiny, akár negatív is – ekkor a vállalt stabilitási kockázat óriási, átmehet a biztos válság vállalásába – és lehet nagyon nagy. Valahol létezik egy *elméleti optimum* és egy ahhoz tartozó elméleti költség, de ennek gyakorlati számítása lehetetlen. A problémát a következő ábrán szemléltethetjük (2. ábra).

<sup>3</sup> A rövidség kedvéért forintpapírnak nevezzük az államháztartás (kincstár vagy jegybank) által kibocsátott forintban denominált értékpapírokat (vagy náluk elhelyezett betéteket), devizapapírnak a devizában denominált értékpapírokat.

Az ábrán a vízszintes tengelyen a nemzetközi kamatlábhoz képesti forintkamat-prémiumot ( $m$ ) mérjük, a függőleges tengelyen a forintpapírok állományát ( $B$ ) és a  $g$  görbe mutatja azokat a pontokat, ahol a forintpapírok állománya egyensúlyban van, vagyis a piac kezében éppen annyi papír van, amennyit tartani szándékozik. A görbét úgy is értelmezhetjük, hogy pontjaiban az állományok nem változnak. Minél nagyobb a kamatláb, annál több forintpapírt fognak tartani (devizapapírok helyett), de egy ponton túl a kereslet végtelenné válik. Ennek tükröképe igaz a kamatcsökkenés esetén. Ha a kamatlábat nagyon csökkentjük, a bizalom a forintban elvész, a tőke devizába menekül, valutaválság és azzal járó gazdasági összeomlás következik be. A két függőleges aszimptota közötti kamatlábtartomány az, ahol a gazdaságpolitika választhat, amikor biztonság és a költség összehasonlítást végez<sup>4</sup>. A sáv (és a görbe maga) állandóan változik: eltolódik hol jobbra, hol balra, a hazai gazdaságpolitika hitelességétől (a gazdaság egyensúlyi helyzetétől) és a külföldi pénzpiacok helyzetétől (nemzetközi likviditási helyzet, máshol kirobbanó válságok pszichológiai hatása) függően. A valóság annyiban bonyolultabb, mint a modell, hogy ráadásul ez a külföldi megítélés sztochasztikus. Ezért, amikor a kamatláb-politika kiválaszt például egy  $m^0$  pontot, akkor mindig van egy olyan kockázata, hogy a görbe hirtelen eltolódik jobbra, és a kamatláb a végtelen tőkemenekülés sávjába kerül. Ez a lehetőség az, amit a válság kockázatának nevezünk, és ami miatt nem szabad a kamatlábat a sáv alacsony tartományában tartani. Az sem jó azonban, ha túlságosan közel tartjuk a kamatlábat a sáv felső széléhez, mert akkor túl nagy lesz a költségünk, részben azért, mert magas a hazai kamatláb, részben azért, mert nagy a forintpapírok aránya az tartozásokban. A forintban való nettó tartozások elvileg végtelenek is lehetnek, hiszen a nettó devizatartozások negatívak, vagyis nettó követelések is lehetnek.

A politikának tehát egyensúlyozni kell, hogy a görbe azon pontja valósuljon meg, amely elég magas kamatot biztosít ahhoz, hogy viszonylag stabil kamatlábbal elkerülje a válsághelyzeteket, de ezért nem kell túl sok kamatköltséget fizetni.

A modellben nem mutatkozik a problémának még egy dimenziója, *a papírok lejáratának összefüggése a kockázattal*. A válságok kockázata annál kisebb, minél hosszabb lejáratú az államháztartás tartozásállománya. Ezek nagy mennyiségben való „mozgatása” ugyanis drága, mert áruk nagyon kamatérzékeny. A biztonság stratégiájának tehát egyik eleme az elegendően magas kamatláb, amit forintpapírok kibocsátásával érhetünk el, a másik eleme az, hogy ezek a forintpapírok minél hosszabb lejáratúak legyenek. Ezek mértékéről később szólunk.

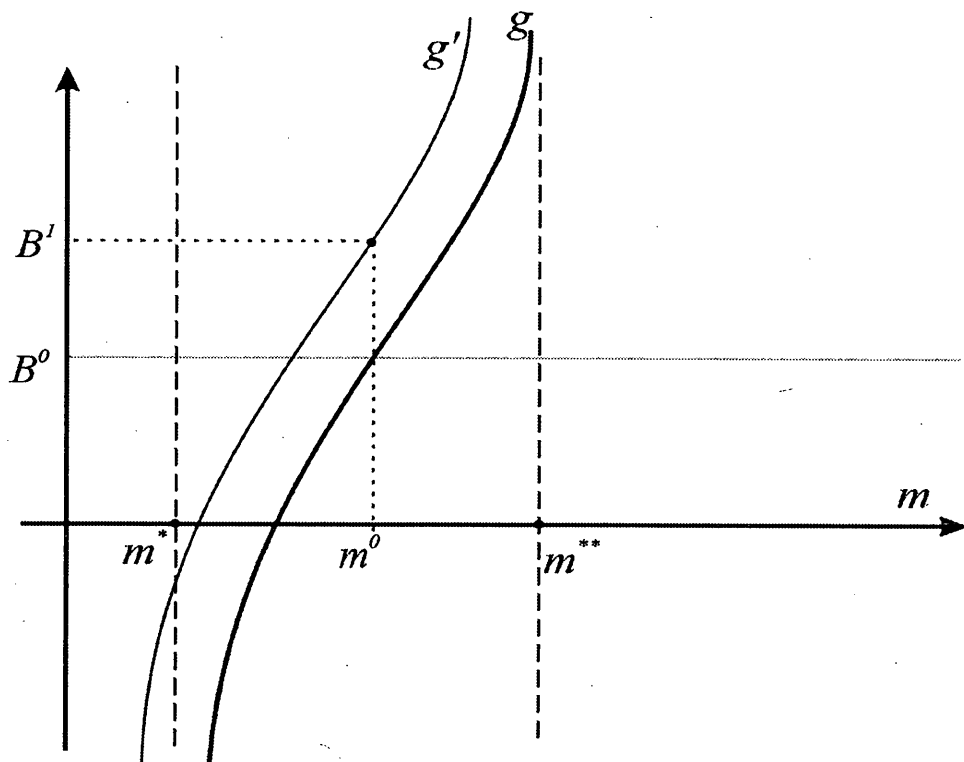
Az értelmezési nehézségek ellenére a gyakorlat sokszor egyszerűsítésekre kényszerít. Szeretnénk, ha lenne valamilyen szám, amelyre – bármennyire közelítően is, de – azt mondhatjuk, hogy az a biztosítási ügylet költség-oldalára könyvelhető. Ilyen szám produkálására minden egyszerűsítési szándékunk ellenére nem sok lehetőséget látunk.

<sup>4</sup> Tökéletes tőkepiacon a görbe függőleges, nincs lehetőség kamatpolitikára.



Nem tekinthetjük a kamatpolitika költségének mindazt a kamatfelárat, amit a nemzetközi kamatok felett fizetünk (bárhogyan is értelmezzük ezt a nemzetközi kamatot, adósságunk után fizetett vagy tartalékainkért kapott kamatlábként), hiszen, mint az ábrán is látható, a világgiazi kamatláb fizetése nem tényleges alternatívája a döntésnek. Az ábrán például olyan eset van, ahol a 0 kamatprémium már a végtelen tőkemenekülés tartományában van.

2. ábra Kamatláb és az államháztartás adósságportfóliója



Ha bármilyen költséget is számolni akarunk, nem kerülhetjük meg azt, hogy ne jelöljünk ki az  $m^*$ - $m^{**}$  tartományban egy pontot, amelyet mércének tekintünk.

A gyakorlatban ez a kijelölés indirekt és implicit módon meg is történik, a konszolidált államháztartás forint-adósságának valamilyen *tervezett állományát* tekintjük mércének. Legyen például  $B^0$  ez az állomány, az ehhez tartozó kamatcél tehát  $m^0$ . Általában ezt a célt implicit módon úgy értelmezzük, mint a kincstár finanszírozási tervében szereplő forint-tartozást, és a céltól való eltéréseket, amelyek a jegybanknál jelentkeznek tartozásként, „sterilizációs” állománynak nevezik. Ha ekkor a görbe eltolódik például  $g'$ -be, és a jegybank nem változtat a kamatcélon, akkor a ste-

rilizációs állomány  $B^1 - B^0$  lesz, a sterilizációs költség ekkor  $(B^1 - B^0)m^0$ . Vegyük azonban észre, hogy ez a költségértelmezés önkényes, semmilyen közgazdasági tartalma nincsen, hiszen attól függ, hogy  $m^0$  mekkora,  $m^0$  pedig csak a kincstár tervezett pozíciójától függ, semmi köze ahhoz a kamatlábhoz, ami az árfolyamrendszer fenntartásához szükséges vagy a gazdaság egészének stabilitását biztosítja. Úgy is mondhatjuk, hogy a sterilizációs költség nem ad információt a kamatpolitika költségéről, csak annak a jegybanknál mutatkozó vetületéről.

A költségeket végül is kétféle szempontból értelmezhetjük. Az egyik szempont az, hogy a tervezett kamatláb szintje hol helyezkedik el az előrebecsült  $m^* - m^{**}$  tartományban. A valószínűségek számszerűsítése hiányában erről aligha tudunk számszerűt mondani. Azt mondhatjuk, hogy ha a hazai kamatláb megegyezne a nemzetközi kamatlábbal, akkor megtakarítanánk a teljes adósságállományon mintegy 1,5 százalékot évente, azaz mintegy 70 milliárd forintot. Ez az összeg azonban bizonyos, hogy egy meg nem valósítható alternatívához viszonyított költség, mert ha nem fizetnénk prémiumot, csődbe menne a jelenlegi árfolyamrendszer és fel kellene adni az egyensúlyra törekvő gazdaságpolitikát. A csőd után, amikor egy elvesztett hitelesség helyzetében kellene politizálni, a „megtakarítást” többletkamat váltaná fel. A lengyel példánál ez 5-6 százalékot is elér, de ha csak 2-3 százalékos többletprémiummal számolunk<sup>5</sup>, a költség akkor is több száz milliárdra rúgna. A szélsőségek között vannak a köztes helyzetek, melyekről a döntés mindig vitatható, hiszen számszerű igazolás nincs. A döntésben fő szerepet az aggregált keresletre való hatás megítélése áll. Ez nagymértékben az inflációs várakozásoktól függ.

Az értékelés másik szempontja az, hogy ha a piac hangulata megváltozik, és emiatt például a görbe  $g'$ -be tolódik, akkor milyen politikát folytasson a jegybank. Tekintse a változást ideiglenesnek és a stabilitás érdekében folytasson ellenspekulációt a piaccal szemben, vagyis adjon el további kötvényeket a túlságosan bizakodó piacnak? Vagy ragaszkodjon az eredeti  $B^0$  mennyiséghez? Ez az eset az, aminek érzékeltetéséhez a biztosítás analógiáját használtuk. A stabilitás azt kívánná, hogy a kamatlábbal ne alkalmazkodjon automatikusan a piachoz. Ha azonban a piac megítélésének változását megalapozottnak találja, akkor a tervezett kamatlábat módosítania kell.

A piac megítélése sokszor változik. 1999 novemberében még 4-5 százalékos prémium mellett egyensúlyban volt a befektetők portfóliója. Január-februárban ugyanezen portfólió egyensúlyához alacsonyabb kamatláb tartozott. Amikor bebizonyosodott, hogy a piaci optimizmus megalapozott, akkor a jegybank alkalmazkodott a változó piaci megítéléshez. Mára helyreállt az egyensúly, nincs valutakonverzió.

Mikor jó az alkalmazkodás a megváltozott piaci megítéléshez? Akkor, ha a mennyiségek alkalmazkodnak, vagy akkor, ha a kamatláb? Mint minden döntés a pénzügyi piacon, az erre vonatkozó döntés is vitatható. *Ex post* általában megmond-

<sup>5</sup> Egyensúly hiánya esetén a kamatprémiumnak alig van felső határa, gondoljunk csak Oroszországra, ahol az összeomlás előtt 20-30 százalékos prémiumokat fizettek.

ható, hogy egy spekuláció pénzügyileg sikeres volt-e vagy sem, *ex ante* már nem. A kamatpolitikánál bonyolítja a döntést, hogy nemcsak, sőt elsősorban nem közvetlen jövedelem szempontok játszanak szerepet a döntésben, hanem a stabilitás szempontja.

Minden biztosításnál fontos a biztosítás ára, így ebben az esetben is. Ha a piac bizalma a gazdaságban megalapozottan nagy, akkor a „káresemény” valószínűsége csekély, a kamatláb megalapozottan csökkenhet. Az ellenspekuláció ekkor túl drága. Ha viszont túl sok biztosítási költséget akarunk megtakarítani, és teljesen átengedjük a piacnak a kamat meghatározását, akkor éppen a piac bizalmát tesszük törékennyé és a stabilitási célt adjuk fel.

A jegybanknál mutatózó költségekre vonatkozóan léteznek számítások. Mint mondtuk, a mérés valójában nem lehetséges, mert minden mérésnek feltételezni kellene azt, hogy tudjuk, hogy mekkora  $m^0$ , az optimális – még nem csődbe vezető, de nem is túl drága – kamatláb. Vagy másik értelmezésben tudnunk kellene, hogy mekkora az a kamatláb, amely akkor valósult volna meg, ha a jegybank portfóliója például valamilyen kiinduló állapot szerinti összetételben tartalmaz deviza-, illetve forintpapírokat. Ilyen hipotetikus állapotokra vonatkozóan nincsen információnk. A gyakorlatban – a számszerűsítés kényszere miatt – ezek a számítások ezért egyszerűen az  $m^0 = 0$  állapotot tekintik az összehasonlítás alapjának. A nyert számok ugyan nagyon „konkrétak”, de koncepciónálisan hibás költségmérésen alapulnak, vagyis közgazdaságilag nem értelmezhetők.

Az érdekesség kedvéért mégis közöljük ezeket a számokat<sup>6</sup> (1. táblázat). Azt tartalmazzák tehát, hogy a forint- és devizapapírok közötti szerkezetváltozás az MNB portfóliójában az 1995-ös állapothoz képest mennyi kamatköltséget okozott az MNB-nak. Hangsúlyoznunk kell, hogy ezek a költségszámok nem egy politika költségei egy alternatív politikával szemben (hiszen a prémiummentes kamatlábhoz nem tartozik megvalósítható politika).

1. táblázat „Sterilizációs költségek” az MNB-nél (1997-1999, Mrd Ft)

Év	1997	1998	1999
Költség	13,0	28,9	22,3

Forrás: saját szerkesztés Jakab–Szapáry (1998) és Valkovszky Sándor (MNB) becslései alapján.

### 3.2. A biztosítás hozama

A biztosítás „hozamának” egyik része a kártérítés, a másik a nyújtott stabilitás.

„Kártérítés” csak akkor mutatkozik, ha ténylegesen van „káresemény”. Az orosz válság adott erre példát. A forint valutaárfolyamának gyengülésekor nagy-

<sup>6</sup> Az idézőjel a számok közgazdasági értelmezhetetlenségére utal.

mértékű forint-deviza konverzió valósult meg a piacon. A jegybanknak ezen az ügyleten árfolyamnyeresége volt, hiszen a nála lévő devizatartalékokat olcsón, az erős forint időszakában halmozta fel, majd a válság alatt drágán, a sáv másik szélén, 4,5 százalékkal drágábban adta el. Mintegy 3 milliárd dollár került így átváltásra, vagyis a nyereség mintegy  $3 \times 4,5 \times 220 = 30$  milliárd forint körül volt. Ha kissé tágítjuk a nyereség értelmezését, akkor a hazai állampolgárok nyereségét is figyelembe vehetjük, akik mintegy 20 milliárd forintot nyertek azzal, hogy a külföldiek az akkori helyzetben állampapíraiktól forintban számítva is csak alacsony áron tudtak szabadulni.

Így 1998-ban tulajdonképpen olyan árfolyamnyereség képződött, amely nagyobb, mint az előző két évben az MNB-ben felhalmozódott speciális „kamatköltség.”

Mint látjuk, egy-egy év mérlege nem mutatja hűen a konstrukció fiskális mérlegét, mert a költségek eloszlása viszonylag egyenletesebb, a nyereség pedig véletlenszerű és nem is biztos, hogy bekövetkezik.

A *stabilitás* előnyeit nehéz lenne számszerűsíteni. Egyik része a nagyobb gazdasági növekedés, másik része közvetlenül mérhető fiskális nyereség. Ez utóbbi megközelítően kiszámítható.

Számításaink szerint a makrogazdasági egyensúlyra és stabilitásra törekvő politikára jellemző alacsonyabb kamatláb minden egyes százaléka mintegy 50 milliárdos megtakarítást jelent évente a költségvetésnek. Ha például a lengyelországi kamatlábakkal teszünk összehasonlítást, akkor annyit mindenképpen állíthatunk, hogy a stabilitásra törekvő stratégia olyan bizalmi tőkét halmozott fel, amely legalább 2-3 százalékpontos, azaz évente mintegy 100-150 milliárd forintos kamatmegtakarítással járt.

2. táblázat Állampapírok többletkamat-terhei (1999-2000, milliárd Ft)

Többletteher forrása	1999		2000	
	mennyiség	1 százalék kamat-növekmény többletterhe	mennyiség	1 százalék kamat-növekmény többletterhe
fix kamatozású kibocsátás, lejáráttal korrigálva	2987	29,9	2930	29,3
változó kamatozású átlagos állomány	1547	15,5	2393	23,9
<b>teljes többletteher százalékpontonként</b>	-	<b>45,4</b>	-	<b>53,2</b>

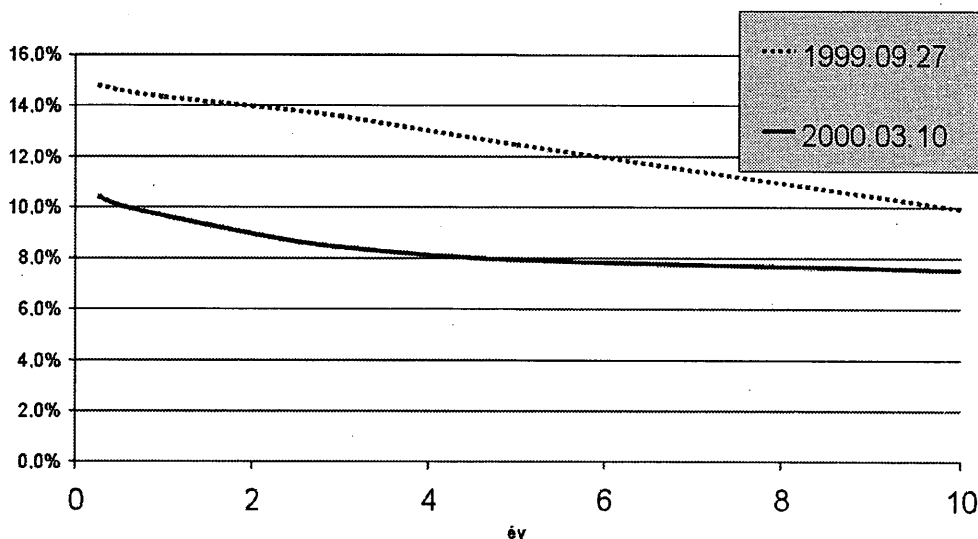
Forrás: saját szerkesztés Valkovszky Sándor (MNB) számításai alapján.

A számítást az állampapír-kibocsátások és a kamatfizetések adataira alapoztuk. Táblázatunk azt mutatja, hogy mennyivel nőtt volna az államháztartás finanszí-

rozási igénye 1999-ben, illetve 2000-ben, ha a kamatláb 1 százalékponttal magasabb lett volna (2. táblázat).<sup>7</sup>

A számítások mögötti tartalmat jól érzékeltethetjük, ha összehasonlítjuk a hazai állampapírok 1999 szeptemberi és 2000 márciusi *hozamgörbéjét* (3. ábra). A hozamgörbe a különféle lejáratú papírok kamatainak egy ábrán való bemutatása. Csökkenő inflációs várakozások esetén a hosszabb lejáratok kamata kisebb, hiszen a befektetőnek nincs várható inflációs vagyonszértékesítése, amelyért a kamatokban kompenzációt várna el. A görbe csökkenésében tehát az a befektetőknek az a bizalma tükröződik, hogy az infláció csökkenni fog.

3. ábra Állampapírok hozamgörbéi (1999. szeptember 27.  
és 2000. március 10., százalék)



Forrás: saját szerkesztés az Államadósság Kezelő Központ adatai alapján.

Láthatjuk, hogy egy év alatt mekkora kamatlábcsökkenés valósult meg minden lejáraton. Ez az általános *bizalom* növekedését tükrözi. A javulás elsősorban annak tudható be, hogy az év során bebizonyosodott, hogy a magyar gazdaságot nem rendítette meg az orosz válság hatása, a politika kézben tudta tartani a gazdaság egyensúlyát.

<sup>7</sup> Megjegyezzük, hogy a számítás nem arra ad választ, hogy az adott évben mennyivel több kamatot kell kifizetnie az államháztartásnak, hanem arra, hogy a kamatláb változása mennyivel csökkenti az adott évben az állam finanszírozási igényét. A kettő azért nem ugyanaz, mert az utóbbi a papírok árfolyamát is figyelembe veszi: ha nő a kamatláb, akkor a kötvény ára csökken, ezért ugyanannyi deficit fedezésére, illetve a lejárató kötvények megújítására többet kell kibocsátani az adott évben.

Az ábra csak az egy éven belüli *javulást* mutatja és nem azt, hogy a hozamgörbe hol helyezkedne el akkor, ha nem a stabilitási politikát folytatnánk, hanem például a lengyel stratégiát. Utóbbi esetben a görbe jóval a tavalyi szint felett helyezkedne el.

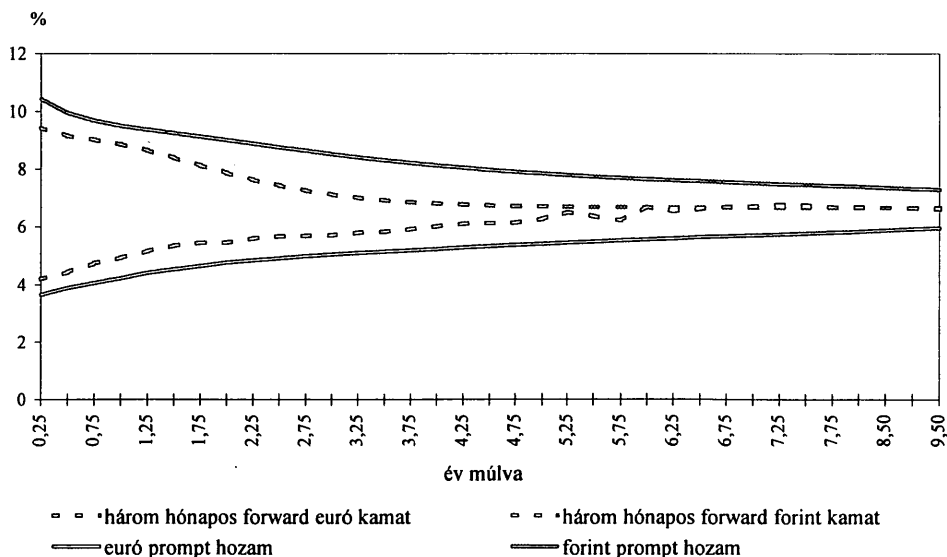
Természetesen az alacsony kamatláb a gazdaságpolitika *egészének* az eredménye. gyakorlatilag nem lehet megmondani, hogy ebből mennyi tulajdonítható az olyan tényezőnek, mint a kamat- és árfolyampálya kisimítása, vagy a fiskális politika szigorúsága, ugyanis ezek mind egy egységes stratégia részét képezik.

#### 4. Fennáll-e a hosszú távú egyensúly jelenleg?

A jegybank folyamatosan figyeli, hogy a piacon kialakuló kamatláb valóban megfelel-e annak a követelménynek, hogy a kamatláb olyan *reálkamatláb*at implikáljon, amely a kereslet és kínálat egyensúlyát nem borítja fel. A piac hajlamos a gazdasági helyzet szélsőséges megítélésére. Ebben az esetben a jegybanknak igyekeznie kell korrigálni.

A kötvénypiac kamatlábainak ún. hozamgörbéje – a különféle lejáratokhoz tartozó piaci kamatlábak – azt mutatják, hogy a piacon az inflációs várakozások megfelelnek a gazdaságpolitika által tervezett mértékeknek.

#### 4. ábra Forint és euró hozamgörbe és a 3 hónapos határidős hozamok (százalék)



Forrás: Horváth Csaba (MNB) személyes közlése alapján.

Ennek megfelelő képet mutat az állampapírok hozamgörbéje (4. ábra). E szerint a forintpapírok kamatlába 4-5 év múlva „biztosan” megegyezik az euró-zóna kamatlábjával. A „biztosan” alatt azt értjük, hogy a befektetők erre nem várnak el kockázati prémiumot. Figyelembe véve, hogy Magyarország nem része az euró-zónának, ez igen nagyfokú bizalmat tükröz, bizonyos értelemben „túl nagyot”. Valójában valószínűleg nem is arról van szó, hogy a piac biztosnak látja a jövőbeli kamatlábat, mint inkább az, hogy addigra a forint felértékelődésére számítanak.

Az ilyen várakozás tipikusan a piacnak abból a hajlamából fakad, hogy a jó híreket (mint ahogy a rossz híreket is) *túlreagálja*. Az utóbbi hónapokban a gazdaság jó külgazdasági eredményeket produkált, ebből egyes befektetők azt a következtetést vonták le, hogy a forint árfolyama alulértékelt. Nem erről van szó. Egy árfolyam akkor alulértékelt, ha az export-szektor jövedelmezősége lényegesen nagyobb, mint a többi szektoré.

Ilyen következtetés levonására semmi alapunk nincs. A külfölddel versenyző feldolgozóipari szektorban az árak ugyanolyan ütemben nőnek, mint az exportban, most már mintegy 4 éve. Ez egyértelműen az export árak és a belföldi árak egyensúlyára utal. Ennek felborítása értelmetlen lenne, mert a vállalkozások széles rétegét tenné tönkre értelmetlenül. Egy felértékelés a nagy multinacionális cégeket lényegében nem érintené. Ezek hosszú távra terveznek, óriási a tőkeerejük, ezért érzéketlenek a forint árfolyamának rövid távú ingadozására. Akit érintene, az a belföldi szektornak az a része, amely most jut fejlődésének olyan szakaszába, hogy exportáljon, vagy a nagy exportálóknak beszállítson. Tőkeerejük alacsony, sokan közülük kisvállalkozók, költségeik túlnyomórészt belföldi eredetűek, ezért nyereségességük nagyon árfolyamfüggő. Ők a csúszó leértékelési rendszer fő haszonélvezői, mert számukra fontos a kiszámíthatóság. A valutaárfolyammal való megszorítás a létüket veszélyeztetné.

A *javuló külgazdasági mérleg* tehát csak azt jelzi, hogy jó úton haladunk, a növekedés továbbra is az egyensúlyi pálya mentén halad, és éppen nincs okunk ezt a pályát módosítani.

A piacnak ettől eltérő várakozásai károsak. Általánosan azért, mert minden *téves várakozás* téves döntésekhez vezet, vagyis veszélyezteti az egyensúlyt. Specifikusan azért, mert a hibás árfolyam várakozások *csalódáshoz vezetnek, amely a befektetők viselkedését megfordítja. Amilyen gyorsan bejön a felértékelésre spekuláló tőke, olyan gyorsan ki is megy. Ez a gyorsan ki-beáramló tőke károkat okozhat, ha engedjük, hogy az árfolyam kövesse az ilyen tőkéket mozgó spekulánsok szeszélyes helyzetmegítélését, hiszen az árfolyamérzékeny szektorok nem tudnak alkalmazkodni a gyors árfolyam várakozásokhoz. Ha engedjük, hogy a kamatláb kövesse ugyanezt, akkor természetesen a kamatérzékeny-tevékenységeket sújtjuk.* Véleményünk szerint a magyar gazdaságban az árfolyam ingadozása ugyan súlyosabb veszély, de a kamatláb stabilitása is fontos. Ezért politikánk a kamatláb ingadozásainak kiegyenlítésére is törekszik.

## 5. Záró gondolatok

A gazdaságpolitika tulajdonképpen három irányból tehet lépéseket a stabilitás irányába:

1. Az államháztartás finanszírozását hosszú távú forintpapírokkal biztosítja. Jelenleg a 4-5 éven túli lejáratok kamatterhe azonos a devizapapírok kamatterhével. Egyértelmű, hogy a legolcsóbb lehetőség a forint stabilitásának biztosítására az, ha az állam növeli a hosszú távú papírok kibocsátását. Így kihasználja a piac jelenlegi nagy bizalmát, anélkül, hogy kockázatot vállalna.

2. A jegybank feladata, hogy a hozamgörbe rövid végén a hozamszintet egyensúlyban tartsa.

3. Az egyensúlyi prémiumszint nagyobb biztonsággal – kisebb spekulációs tevékenységgel, kevesebb rövid távú tőkemozgással és ezáltal biztonságosabb árfolyamszinttel – tartható, ha csökkentjük ezeknek a rövid távú a tőkéknek a volatilis mozgását. Ez olyan korlátozással érhető el, amely megnehezíti, lelassítja a rövid távú pénzpiac fogaskerekeinek működését, ezáltal kisimítja annak szeszélyeit. Ilyenek a következők:

- Erkölcsei nyomásgyakorlás („*verbális intervenció*”), hogy a bankok tartózkodjanak a kamatprémiumra való spekulációs ügyletek közvetítésétől.
- A külföldiek rövid távú állampapír-vásárlásaira vonatkozó korlátozások fenntartása.
- Kötelező tartalékolási kötelezettség a külföldi rövid távú hitelfelvételekre.
- A banki nettó deviza adósság („*mérleg szerinti pozíció*”) megadóztatása.

Ezek a korlátozások valamelyest csökkenthetik adott esetben a bejövő forró tőkék mennyiségét, és a kamatfelár megadóztatásával csökkenthetik annak fiskális terhet.

Bár ezzel lassul az Európai Unió liberális gazdaságpolitikai elveihez való közeledésünk, a lassulás elfogadható, ha figyelembe vesszük, hogy jelenleg átmeneti helyzetben vagyunk: politikánk hitelessége már közelít az EU országokéhoz, de mivel még nem vagyunk tagok, a helyzet bizonytalansága viszonylag nagy. Ezért a piac nagyon érzékenyen reagál minden információra. Ebben az átmeneti helyzetben átmeneti intézkedések is indokolhatóak.

### *Felhasznált irodalom*

- Jakab M. Z. – Szapáry Gy. 1998: *A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon*. MNB füzetek, 6. MNB, Budapest.
- Darvas Zs. – Szapáry Gy. 1999: *A nemzetközi pénzügyi válságok tovaterjedése különböző árfolyamrendszerekben*. MNB füzetek, 10. MNB, Budapest.



## A hitelkockázatok tőkekövetelménye szabályozásának múltja, jelene és fejlesztésének lehetőségei

Kovács György<sup>1</sup>

*Az elmúlt évtized magyarországi bankszabályozási gyakorlata folyamatos változásokon ment át, melynek keretében a pénzügyi, majd a hitelintézeti törvény és a kapcsolódó alacsonyabb szintű jogszabályok megpróbálták a szabályokat egyrészt a bankrendszer működési tapasztalatainak tükrében, másrészt a nemzetközi szabályozás követelményeinek megfelelően kialakítani. A nemzetközi és így a magyar szabályozás egyik kulcseleme lett a tőkekövetelmények megállapítására vonatkozó ajánlások, rendeletek köre, így az elhíresült 8 százalékos tőkemegfelelési mutató, amely az elmúlt 12 évben igen nagy nemzetközi karriert futott be. Jelen tanulmányban megkíséreljük bemutatni elsősorban a hitelkockázatok tőkekövetelményével kapcsolatos magyarországi szabályozási gyakorlat változását, felhívva a figyelmet a jelenlegi szabályozás vonatkozásában jelentkező problémákra s a legújabb nemzetközi ajánlások tükrében néhány gondolatot fogalmazunk meg a szabályozás javítási lehetőségeit illetően.*

*Kulcsszavak:* szavatoló tőke, hitelkockázat, tőkemegfelelés, diverzifikáció, kockázati súlyozás

### 1. Bevezetés

A hitelintézetek működésének prudenciális szabályozásával és a folyamatos felügyeleti ellenőrzéssel az államnak olyan keretek között kell tartania a hitelintézetek üzleti magatartását, hogy megfelelő kockázatellenőrzéssel, korlátozással és fedezetekkel kellően óvatosan járjanak el, sem magukat, sem betéteseiket, sem pedig az egész bankrendszert ne sodorják veszélybe. A szabályozás és ellenőrzés részét képezik mindazok a jogszabályok (törvények, kormány- és PM-rendeletek), illetve ezek betartásának ellenőrzése, melyek a hitelintézetek által felvállalt kockázatok a tőkeellátottsággal összhangban álló szinten tartásának biztosítását szolgálják. A szabályozás és ellenőrzés három főbb területét lehet – a tőkekövetelmény kérdésével is összefüggésben – elkülöníteni:

---

<sup>1</sup> Kovács György, egyetemi tanársegéd, Ph.D. hallgató, SZTE Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék (Szeged)

1. a hitelintézet alapítási, illetve működési engedélye megszerzésének feltételei,
2. a tőkére, tartalékok képzésére, kockázatvállalásra, eszközök koncentrációjára, likviditás fenntartására stb. vonatkozó külső – törvényi, rendeleti – előírások,
3. a hitelintézetek belső kockázatkezelési és ellenőrzési rendszerének tökéletesítésére irányuló szabályozás.

## 2. Hitelezési kockázat és tőke

A hitelintézetek által vállalt kockázatok elfogadható szinten tartásának fontos tényezője a *tőkekövetelmények* meghatározása. A tőke ugyanis sok funkcióval bír: szerepet játszik a bank által elszenvedett veszteségek rendezésében, hozzájárul a betétesek biztonságának növeléséhez, s minél magasabb értéke, annál inkább érdeke fűződik a tulajdonosnak a biztonságos működés fenntartásához. A hitelezési kockázatok és a tőke kapcsolata vonatkozásában e kockázatok két csoportját kell elkülönítenünk.

1. *Várható kockázat*: az egyes adóscsoportokra jellemző, korábbi időszakokban megfigyelt hitelezési veszteség. E kockázati elem könnyen számszerűsíthető – az egyes kockázati kategóriákba sorolt ügyfelekhez hozzárendelhető egy átlagos nemfizetési valószínűség és veszteségmegtérülési ráta, feltételezve, hogy a bankok ügyfélminősítési kategóriái stabilak és az egyes kategóriákhoz kapcsolódóan létezik a veszteségekre és megtérülésekre vonatkozó statisztika –, és ez a hitel árában, a várható veszteséget fedező kockázati felár meghatározásával érvényesíthető. E várható veszteségek fedezésére *kockázati céltartalékot* kell a bankoknak képezniük s e céltartalékképzés költségeire a kockázati felárból származó bevételeknek kell fedezetet nyújtani. 2001. január 1-től a kockázati céltartalékképzés intézményét a magyar számviteli szabályozásban az *értékvesztés* intézménye váltotta fel. Ezen szabályozásban bekövetkezett változás természetesen indokolható a bankoknál és az egyéb vállalkozásoknál alkalmazott számviteli elszámolások és értékelési eljárások egymáshoz történő közelítésével, de problémák is felvetődnek. Tekintettel arra, hogy a kockázati céltartalékok korábban a mérlegben kontraaktív tételként jelentek meg, a mérleget olvasó számára az eszközök bekerülési értéke és az elszenvedett „értékvesztés” elkülönítetten jelent meg, s ezáltal képet kapott a bank által folytatott hitelkihelyezési gyakorlat kockázatairól, veszteségeiről. A jelenleg alkalmazott értékvesztés elszámolási gyakorlat viszont csak a kihelyezések nettó – értékvesztéssel csökkentett – értékének mérlegben történő bemutatását biztosítja, ezáltal a korábban követett gyakorlathoz képest *csökken* a mérleg információtartalma.

2. *Nem várható kockázat*: a piac megrendüléséből, egy-egy ágazatot, régiót vagy a gazdaság egészét érintő recesszióból eredő veszteségek, melyek az előre kalkulált bukási valószínűségek növekedéséhez vezetnek, így a hitel árába beépített kockázati

felár nem ad védelmet ezek kivédésére. Ezen veszteségek kivédésére a bank hitelezési tevékenysége mögéallokált tőke szolgál, melynek olyan nagyságúnak kell lennie, hogy e nem várható veszteségek bekövetkezésekor is elfogadható szintűre csökkenjen a bank bukásának valószínűsége.

### 3. A tőkekövetelményekre vonatkozó szabályozás az elmúlt évtizedben

A tőkekövetelményekkel kapcsolatos jogszabályi előírások egyrészt az alapítással, illetve a működési engedély rendelkezésre bocsátásával összefüggésben a jegyzett tőke minimális összegére, másrészt a folyamatos működés során a szavatoló tőke, valamint a tőkemegfelelési mutató szintjére vonatkoznak.

A jegyzett tőke minimális összegére vonatkozó szabályozás az 1991. évi LXIX. törvény, tehát a pénzügyi törvény bevezetésétől 1996 végéig nem változott: a kereskedelmi bankok esetében 1 milliárd, szakosított pénzügyi intézmény és befektetési bank vonatkozásában 500 millió, takarékszövetkezeteknél pedig 50 – betétvédelmi alapon vállalt tagság esetén pedig 25 – millió forintban került meghatározásra. 1997-től a hitelintézeti törvény – 1996. évi CXII. törvény – bevezetésével jelentősen emelkedtek a tőkekövetelmények, így bankok esetében 2 milliárd, szakosított hitelintézetek vonatkozásában külön törvény alapján minimálisan 1 milliárd, szövetkezeti hitelintézetek esetében pedig – 2003. december 31-ig lépcsőzetesen emelkedve – 100 millió forintra. Ugyanakkor a tőke rendelkezésre bocsátásával kapcsolatos szabályok fokozatosan szigorodtak. Az 1991-es pénzügyi törvény még csak azt rögzítette, hogy a jegyzett tőkében a készpénzhányadnak el kell érnie az 50 százalékot, de az nem került szabályozásra, hogy a tevékenység megkezdése előtt a jegyzett tőke mekkora hányadát kell befizetni. A törvény 1993-ban bekövetkezett módosítása során rögzítésre került, hogy a jegyzett tőkét teljes egészében készpénzben kell teljesíteni, s ennek 50 százalékát a tevékenység megkezdése előtt be is kell fizetni. Az 1996-ban elfogadott hitelintézeti törvény hatályba lépését követően az alapítási engedély kiadásához a jegyzett tőke 50, a működési engedély kiadásához 100 százaléka készpénzben történő befizetése szükséges. Tehát bár a minimális jegyzett tőke értéke igen sokáig állandó maradt, a rendelkezésre bocsátás módjára vonatkozó szabályok szigorításával a hitelintézetekkel szembeni követelmények fokozatosan emelkedtek, megakadályozandó a nem kellő nagyságrendű tőkével rendelkező bankok piacra engedésével az ügyfelek, a betétesek érdekeinek s az egész bankrendszer működésének veszélyeztetését.

A tőkekövetelmények szabályozásának másik kulcselemét a tőkemegfelelési mutatóra vonatkozó előírások jelentik. A mutató számítási módszere szoros kapcsolatban áll a hitelkockázatok korábban bemutatott két komponensével: a nevezőben a kockázattal súlyozott hitel- (illetve mérlegen belüli eszköz és mérlegen kívüli tétel) állomány kockázati céltartalékkal, valamint értékvesztéssel csökkentett összege jelenik meg, így a kockázatosított összeg a kamatfelár terhére megképzett céltarta-

lékkal (értékvesztéssel) csökkentett hitelállomány, tehát a várható visszafizetési kockázatot már nem tartalmazó összeg. Ezen összeg mögé állít a mutató 8 százalékos tőkekövetelményt a szavatoló tőke számlálóban történő szerepeltetésével. Ezen tőkekövetelmény azt juttatja kifejezésre, hogy a bank működése akkor tekinthető biztonságosnak, ha a várható veszteségeinek fedezésére szolgáló tartalékainak megképzése után a tartalékokkal csökkentett hitelállomány minimum 8 százalékanak megfelelő tőkével rendelkezik. A *Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság* (továbbiakban Bizottság) – melynek keretei között folyik a nemzetközi bankszabályozási tevékenység 1975 óta a G-10 országok (Belgium, Egyesült Államok, Egyesült Királyság, Franciaország, Hollandia, Japán, Kanada, Luxemburg, Németország, Svédország) jegybankelnökeinek megállapodása alapján, azóta természetesen szélesebb országgörre kiterjedően – 1988-ban adta ki a tőkemegfelelési mutatóra vonatkozó egyezményt (BC 1988), mely a tőkekövetelményt a bankok kockázattal súlyozott eszközeinek 8 százalékaiban határozta meg. A Bizottság e mértéket tapasztalati adatokból kiindulva állapította meg, ugyanis a G-10 országok adatai alapján végzett vizsgálatok szerint a 80-as években még nagyobb gazdasági recesszió esetén sem haladta meg a nem várható hitelezési kockázat a 8 százalékos mértéket, így a hitelezési tevékenység mögé allokált minimálisan 8 százaléknyi tőke kellő védelmet nyújt a nem várható, de esetlegesen bekövetkező veszteségekkel szemben. E tőkekövetelmény a 89/647 sz. direktíva elfogadásával az európai uniós szabályozásnak is részévé vált, s ma már mintegy 100 ország nemzeti szabályozásának is részét képezi. Magyarországon az 1991-ben elfogadott pénzügyi törvény emelte be a prudenciális szabályozásba a 8 százalékos tőkekövetelményt, a szabályozás ugyanakkor kétszintű: a pénzügyi – illetve 1997-től hitelintézeti – törvény írja elő, hogy a bankoknak az általuk vállalt kockázatnak megfelelő nagyságú szavatoló tőkével és minimum 8 százalékos tőkemegfelelési mutatóval kell rendelkezniük, s határozza meg a szavatoló tőke egyes elemeit és számításának módját, a mutató számításának részletes szabályai – különös tekintettel az eszközelemek és mérlegen kívüli tételek súlyozására – viszont rendeleti úton kerültek meghatározásra, korábban bankfelügyeleti rendelkezések, 1997 után pénzügyminiszteri rendelet útján.

A szavatoló tőkére vonatkozó 1991-es törvényi szabályozás az alapvető tőkeelemek közé csak a jegyzett tőkét, a tőketartalékot, az eredménytartalékot és a mérleg szerinti eredményt, míg a járulékos tőkeelemek közé az általános tartalékot és az alárendelt kölcsöntőkét sorolta. Az 1993-as törvénymódosítás során az általános tartalék átsorolásra került az alapvető tőkeelemek közé és szigorították az alárendelt kölcsöntőke szavatoló tőkébe történő beszámíthatóságának szabályait. Az 1997-ben hatályba lépő hitelintézeti törvény az alapvető tőkeelemek vonatkozásában az évközi eredmény figyelembe vételének szabályait szigorította, a járulékos tőkeelemek vonatkozásában 0,45-ös szorzóval beemelte az értékelési tartalékot, rendezte a veszteségekre tényleges fedezetet nem nyújtó tételekből eredő korrekciók számítási szabályait s a járulékos és alapvető tőkeelemek értékviszonyait. Így a szabályozásra a fokozatos szigorítás irányába történő elmozdulás volt jellemző. 2001. január 1-étől a

szavatoló tőke számítási metodikájában több jelentős változás is bekövetkezett. A kereskedési könyv bevezetésével egyértelműen elkülönítésre került a kereskedési könyvben nyilvántartott piaci kockázatok, illetve a banki könyvben megjelenő hitelezési kockázatok tőkekövetelményének szabályozása. A szavatoló tőke értékének meghatározása során néhány új elem a figyelembe vehető tőkeérték növelésének irányába hatott, így a kiegészítő alárendelt kölcsöntőke és az általános kockázati céltartalék számításba vételének lehetősége, valamint az értékelési tartalék szorzójának 0,45-ről 0,7-re történő emelése. Természetesen problémaként vethető fel, hogy az általános kockázati céltartalék képzés kötelező jellegének eltörlése a bankok tőkeellátottsága csökkenésének irányába hathat. A kevésbé szigorú szabályozásra utal, hogy a pénzügyi intézményeknek nyújtott alárendelt kölcsöntőke, illetve az ezen intézményekben szerzett részesedések figyelembe vétele a szavatoló tőke értékének korrekciója során azon intézmények esetében, melyek vonatkozásában a bank befolyásoló részesedéssel nem rendelkezik, csak a szavatoló tőke 10 százalékát meghaladó együttes értéke esetén lehetséges. Az *országkockázat* és a *devizaárfolyam kockázat* tőkekövetelménye szabályozása vonatkozásában két problémára kell a figyelmet felhívni. A korábbi években ezen kockázati elemek tekintetében is a kockázati céltartalék képzés intézménye szolgált a tőkekövetelmény érvényesítésére, s tekintettel az ország-, illetve devizaárfolyam kockázati céltartaléknak az adózás előtti eredmény terhére történő képzésére, jelentős társasági adó megtakarítás jelentkezett, s így az új típusú tőkekövetelmény szabályozás mellett ezen adóhatás érvényesíthetlenségéből eredően a bankok tőkeellátottsága csökkenhet. A megelőző évek gyakorlatához képest – amikor a mérlegben megjelent a devizaárfolyam, illetve az országkockázati céltartalék értéke a források között – 2001-től a mérleg információtartalma e vonatkozásban is csökken. S végezetül az országkockázat kezelésével kapcsolatos új szabályozás vonatkozásában fel kell hívni a figyelmet arra is, hogy a 16/2001. PM rendelet az országkockázat tőkekövetelményének meghatározása során a 2., 3. és 4. országcsoporthoz kapcsolódó kockázatvállalásoknál csak az ún. határérték felett ír elő tőkekövetelményt, ugyanakkor az országkockázati céltartalék képzése korábban a határérték alatti kockázatvállalásokra is – természetesen alacsonyabb mértékben – kiterjedt.

A tőkemegfelelési mutató számítására vonatkozóan a 1/1992., 3/1993. és 4/1996. BAF rendelkezés, majd a 28/1998. PM rendelet határozta meg a részletes szabályokat, tulajdonképpen a mutató nevezőjére, a *korrigált mérlegfőösszeg* meghatározására vonatkozó szabályokat rögzítve. Az 1992-es szabályozás határozta meg először a mérlegen belüli eszközelemek és a mérlegen kívüli tételek kockázatmentes, alacsony, közepes, illetve teljes kockázatú kategóriába történő besorolását, ekkor még az adósok „A”, „B” és „C” zónába történő beosztása alapján. Az 1993-as BAF rendelkezés lehetővé tette a korrigált mérleg-főösszeg számításakor, a kintlévőségekre, befektetésekre, valamint mérlegen kívüli tételekre képzett kockázati céltartalék összegének levonását – hiszen további kockázat már nem fűződik azon kintlévőséghez, mely kockázati céltartalékokkal fedezett –, ugyanakkor szigorította

az ügyfelekkel szembeni követelések közepes kockázatú kategóriába sorolását, le-  
szűkítve a lakásra bejegyzett jelzáloggal fedezett és hitelezési veszteséget várhatóan  
nem eredményező követelésekre. A 4/1996. BAF rendelkezés egyrészt megszüntette  
a „C” zónát, ezáltal a korábban e csoportba sorolt országok átkerültek a „B” zóna  
országai közé, így egyes követelések (jegybankkal, kormányokkal, pénzintézetekkel  
szembeni) alacsonyabb kockázati kategóriákba kerültek, másrészt az éven belüli hi-  
telhelyettesítő garanciákat a teljes kockázatú kategóriába sorolta át, harmadrészt  
szabályozta a határidős ügyletek korrigált mérleg-főösszegbe történő beszámítását, a  
korábbi 100 százalékos kategóriából sokkal alacsonyabb kockázatú kategóriákba be-  
sorolva. A hitelintézeti törvény a pénzügyminisztert hatalmazta fel 1997-től a tőke-  
megfelelési mutató számítására vonatkozó előírások rendeletben történő szabályozá-  
sára, így ezt a 28/1998. PM rendelet szabályozta, mely a mérlegen kívüli tételek  
ügyletkockázati súlyozása vonatkozásában vezetett be további finomításokat. A  
tőkeMegfelelési mutató számítására vonatkozó előírások változásai összességében  
megkönnyítették a bankok számára a tőkekövetelményeknek való megfelelést, de ez  
nem az óvatosság szempontjának háttérbe szorulását jeleníti, hanem csak azt, hogy  
ne kelljen tőkével fedezni az egyes tételeket a kockázatuk által indokoltnál nagyobb  
mértékben. A tőkeMegfelelési mutató számítását jelenleg szabályozó – a 28/1998.  
PM rendeletet felváltó – 13/2001. PM rendelet a mutató számítására vonatkozó sza-  
bályokat a szavatoló tőke számítása kérdésében, illetve a 250/2000. Korm. rendelet  
bevezetése következtében a bankok által alkalmazott számviteli módszerek, értéke-  
lési eljárások vonatkozásában bekövetkezett változások tükrében rögzíti.

#### 4. A tőkekövetelménnyel kapcsolatos problémák

A tőkeMegfelelés jelenlegi szabályozásával kapcsolatosan az alábbi főbb  
problémákra kell felhívni a figyelmet.

1. Az egyes – egyébként az alkalmazott kockázati súlyozás alapján azonos koc-  
kázati kategóriába sorolt, de mégsem azonos hitelkockázatot hordozó – eszközök  
tőkeszükségletét nem megfelelő differenciáltsággal kezeli, így a törvényileg megkö-  
vetelt tőke (szabályozási tőke) és a veszteségek fedezéséhez, egy adott valószínűségi  
szint mellett szükséges tőke (közgazdaságilag szükséges tőke) értéke jelentősen *el-  
térhet* egymástól. A tőkeMegfelelési mutató például az „A” zónába tartozó – tulaj-  
donképpen EU és OECD – országok kormányai, regionális kormányzatai, önkor-  
mányzatai és hitelintézetei felé fennálló követeléseket a 0, illetve 20 százalékos sú-  
lyozású eszközök közé sorolja, s a „B” zóna országainak kormányaival és hitelinté-  
zeteivel szemben fennálló bizonyos követeléseket is, pedig mindkét országcsoporton  
belül igen eltérő kockázatoságú országok jelennek meg, így az egyes kormánya-  
toknak és hitelintézeteknek nyújtott hitelek visszafizetési valószínűsége is igen kü-  
lönböző. Említésre érdemes, hogy például az országgkockázat kezeléséről rendelkező  
25/1998. PM rendelet az országgkockázati céltartalék, illetve 2001. április 1-étől a

16/2001. PM rendelet az országkockázat tőkekövetelménye számítása szempontjából négy kategóriába sorolja az országokat, tehát a mai magyar szabályozásban is létezik differenciáltabb megközelítés. Legalább ekkora problémát jelent a vállalati hitelek egységesen a teljes kockázati súlyú kategóriába történő sorolása, hiszen egészen más a kockázata egy tőzsdén jegyzett, nemzetközi háttérrel rendelkező nagyvállalatnak és egy kisvállalkozásnak. Az eltérő kockázati eszközök – legyen szó akár vállalatról, akár külföldi kormányzatról vagy hitelintézetről – nem csak a hitelre meghatározott kockázati felár – s így a várható hitelezési kockázat –, hanem a nem várható hitelezési kockázat, tehát a tőkekövetelmény szempontjából is eltérő kezelést igényelnek. Rosszabb minősítéssel rendelkező adósok esetén ugyanis nagyobb a valószínűsége annak, hogy recesszió esetén megnő az adósokkal kapcsolatos veszteségek aránya, s minél rosszabb minősítésű kategóriáról van szó, nemcsak az átlagos veszteségráták a magasabbak, de nagyobb a veszteségek bekövetkezésének maximális értéke és szórása is, tehát a lehetséges veszteségek és az átlagos (várható) veszteségek különbsége, ami a tőkével fedezendő kockázat. E kapcsolatot jól érzékelteti például az 1998-ban nyereséges és veszteséges bankok portfóliója minőségének összehasonlítása: a rosszabb portfólióval rendelkező bankoknál a bekövetkező hitelezési veszteségek egy része a kockázati felárral már nem fedezhető, így működésük veszteségesé válik, tehát tőkevesztés következik be (1. táblázat).

1. táblázat A portfólió minőségének alakulása a veszteséges, illetve nyereséges bankoknál (1997-1998, százalék)

Minősítés	1998-ban nyereséges bankok		1998-ban veszteséges bankok	
	1997	1998	1997	1998
Problémamentes	94,5	93,3	84,0	76,8
Külön figyelendő	3,1	4,3	11,2	10,0
Átlag alatti	0,7	0,9	1,8	2,9
Kétes	0,4	0,6	1,7	5,7
Rossz	1,2	0,8	1,4	4,6
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0

Forrás: ÁPTF (1998).

2. A tőkemegfelelési mutató értelmében az *egyedi hitelkockázatok* alapján kell tőkétallokálni, s nem a hitelkockázatnak kitett portfólió egésze alapján történik a tőkekövetelmény megállapítása. Ugyanakkor alacsony a valószínűsége annak, hogy a nem várható kockázatok egyidejűleg jelentkezzenek a portfólió minden eleme vonatkozásában, s így valóban ennek megfelelő tőkére legyen szükség az egyszerre bekövetkező veszteségek fedezésére. Így egy jól diverzifikált portfólió (területileg, ágazatilag vagy vállalatméret szerint) vonatkozásában ugyanolyan tőkekövetelmény kerül meghatározásra, mint egy diverzifikálatlan portfólió esetén, pedig az előbbi portfólió együttes nem várható kockázata kisebb. A *diverzifikációnak* a magyaror-

szági szabályozásban történő meg nem jelenése más oldalról is problémaként jelentkezik. Nincsenek előírások a kockázatvállalás korlátozása vonatkozásában az ágazati, területi, illetve vállalatméret szerinti koncentrációk kezelését illetően (kivéve a területi koncentrációt nemzetközi szinten értelmezve az országkockázat kezelésére vonatkozóan), illetve a bankok belső szabályozásának körébe van utalva. A koncentráció és diverzifikáció kezelését illetően a bankok jelenlegi információszolgáltatási kötelezettsége is csak részben biztosít adatokat, így a PSZÁF részére a helyszínen kívüli ellenőrzéshez szolgáltatandó információk köréről rendelkező 35/1999. PM rendelet csak az ágazati koncentráció vonatkozásában biztosít adatszolgáltatást, illetve a kis- és középvállalkozások támogatásából, vállalkozói hitelekkel és közbeszerzésekből való részesedésével összefüggő adatszolgáltatásról rendelkező 205/1999. kormányrendelet nyomán – gazdaságpolitikai indíttatásból – a kis- és középvállalkozásoknak kihelyezett hitelállományt illetően, ugyanakkor a területi diverzifikáció vonatkozásában nem. További problémaként jelentkezik, hogy a jelenlegi tőkekövetelmény szabályozás nem terjed ki az egyes eszközökhöz nem köthető, a banki működés egészéből eredő, komplex kezelést igénylő kockázatok (kamatkockázat, működési kockázat) kezelésére.

3. A 8 százalékos tőkekövetelmény a fejlett pénz- és tőkepiacokkal rendelkező országok tapasztalati adatai alapján került meghatározásra, így kétséges, hogy a közép- és kelet-európai fejletlenebb, kevésbé stabil pénz- és tőkepiacokkal rendelkező országok bankjai számára megfelelő szintű biztonságot nyújt. Ugyanígy kétséges a 8 százalékos tőkekövetelmény elégségessége azon hitelintézetek vonatkozásában, amelyeknél a kockázatkezelési és ellenőrzési rendszerek kevésbé fejlettek. Ez a kérdés átvezet a következő problémához, a *szövetkezeti hitelintézetek* speciális tőke-megfelelési hiányosságaihoz.

4. A magyar takarékszövetkezeti szektor az egyes takarékszövetkezetek mérlegfőösszegét, saját tőkéjét tekintve a nyugat-európai országok szövetkezeti szektorai-val összehasonlítva egy korábbi fejlődési szakaszban tart. E korai fejlődési szakaszban az alacsony tőkekövetelmény és kis méret szorosan együtt kell járjon tevékenységi korlátozással például az ügyfélkör, földrajzi kiterjedtség vonatkozásában. A magyar szabályozás viszont ilyen korlátozásokat nem tartalmaz, tehát a minimális saját tőke követelmény túl alacsony a végezhető tevékenységi körhöz képest. Az abszolút tőkekövetelmény alacsony szintje mellett a tőkemegfelelési mutató vonatkozásában is problémák adódnak: a takarékszövetkezetekre vonatkozóan kevésbé szigorú személyi és tárgyi feltételek érvényesek, például a belső ellenőrzésre vonatkozóan, a hitelkockázat-kezelési rendszerek kevésbé fejlettek, a szétaprózott tulajdonforma is nehezíti a menedzsment ellenőrzését, így kétséges a 8 százalékos relatív tőkekövetelmény elégségessége. Jól szemlélteti ezt a takarékszövetkezetek portfóliója minőségi összetétele is a bankok hasonló adataival összehasonlítva, ami a korábbiakban kifejtetteknek megfelelően szintén a nem várható kockázatok növekedésének irányába hat (2. táblázat).



A hitelportfólió diverzifikáltsága vonatkozásában a takarékszövetkezeteknél mind ágazati, mind vállalatméret szerint *alacsonyabb szintű diverzifikáció* jellemző, mint a bankok esetében (jellemzően mezőgazdasági és kereskedelmi, illetve kisebb méretű vállalkozásokra összpontosul a szövetkezetek hitelezési tevékenysége), s területi vonatkozásban sem jellemző a takarékszövetkezetek tevékenységének országos hatóköre, így ezen alacsonyabb mértékű diverzifikáltság szintén kockázattövedését és ezáltal magasabb relatív tőkekövetelményt von maga után.

2. táblázat A portfólió minőségének alakulása a bankok és a takarékszövetkezetek vonatkozásában (1997-2001, százalék)

Minősítés	Bankok					Takarékszövetkezetek				
	1997	1998	1999	2000	2001	1997	1998	1999	2000	2001
Prolémamentes	92,1	89,5	91,5	91,5	88,1	72,8	74,9	70,4	66,4	65,3
Külön figyelendő	5,0	5,6	5,0	5,7	9,0	16,0	17,5	23,8	27,8	28,6
Problémás <sup>1</sup>	2,9	4,9	3,5	2,8	3,0	11,2	7,6	5,8	5,8	6,1
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Megjegyzés: 1) átlag alatti, kétes és rossz együtt.

Forrás: ÁPTF (1998), PSZÁF (1999, 2000, 2001).

## 5. A szabályozás fejlesztésének lehetőségei a Bizottság javaslatainak tükrében

A jelenlegi tőkeszabályozás előnyeinek és hátrányainak mérlegelése alapján a Bizottság egy *három pilléren* nyugvó új tőkeszabályozási modellre tett javaslatot (BC 2001a, 2001b). Ezen szabályozási elemek a következők:

1. *Minimális tőkekövetelmény előírása*: a bankok többsége tőkekövetelményének meghatározására a jelenlegi szabályozási módszer továbbfejlesztett változata. Ennek keretében a jelenlegi kockázati súlyozási rendszer finomítására kerülne sor, s változna a kockázati kategóriába történő besorolás módszertana is.

- A kockázati súlyok vonatkozásában az alábbi főbb változtatásokra tesz a bizottság javaslatot: a *szuverén kockázatok*at illetően a 0 százalékos kockázati súlyt csak a legjobb minősítéssel rendelkező országok esetében lehetne alkalmazni, a rosszabb minősítésű országok esetében a kockázati súlyok fokozatosan növekednének 20, 50, 100 és a legrosszabb besorolású országoknál 150 százalékra (tehát 12 százalékos tőkekövetelmény is meghatározásra kerülhetne). Csökkentett tőkekövetelményt lehetne megfogalmazni a bankok saját kormányzataival, illetve jegybankjaival szemben fennálló, a saját ország szuverén kockázatát hordozó követeléseivel szemben, ha az adott ország nemzeti valutájában vannak denominálva s a felügyeleti hatóság ehhez hozzájárul. A bankközi hitelek súlyozása vonatkozásában két lehetőség is fennáll: vagy az országkockázati besoroláshoz kötődne, oly módon, hogy a bankok kockázati súly szerinti besorolása egy kategóriával az ország besorolása alatt lenne (1.

javaslat), vagy a kockázati súlyozás a bankra megállapított *rating* alapján történne (2. javaslat). A vállalati hitelek alapvetően a 100 százalékos kockázati kategóriába kerülnének besorolásra, de a legjobb minősítésű vállalkozásoknál 20 százalékos, a legrosszabb minősítésűeknél 150 százalékos súly kerülné alkalmazásra.

- A besorolás módszertana szempontjából a javaslat a következő módszereket tartalmazza: a bankok többsége esetében az adósok kategóriába sorolása külső minősítő cégek kategória-besorolását veszi alapul (*sz tenderd módszer*), így részletesen szabályozásra kerül az is, hogy ezen minősítő cégeknek milyen feltételeknek kell eleget tenniük, hogy az általuk adott *rating* felhasználható legyen a banki kockázati súlyozás során. A legfejlettebb és legmegbízhatóbb kockázatkezelési rendszerekkel rendelkező bankok esetében a javaslat lehetővé teszi, hogy a kockázati súlyok meghatározása során a bank saját belső minősítési rendszerére támaszkodjon, ami a jövőre tekintve megköveteli a belső minősítés alkalmazása feltételeinek szabályozását a Bizottság részéről (*belső minősítési alapl módszer és belső minősítési fejlett módszer*).
- A változások lényeges elemét képezi, hogy a tőkekövetelmény-szabályozást a jövőben ki kívánják terjeszteni a hitelkockázatokon túlmenően a *kamatkockázatra* – olyan bankok esetében, ahol a banki könyv kamatkockázata jelentősen meghaladja az átlagos kamatkockázati szintet – és a *működési kockázatra* is.

A fenti változások elősegítik a szabályozási tőke és a közgazdaságilag szükséges tőke nagyságának közelítését a tőkeszükséglet differenciáltabb kezeléséből eredően. Ugyanakkor ezen szabályozás magyarországi adaptálása több problémát is felvet mind a kockázati súlyozás, mind a módszertan vonatkozásában.

- A Bizottság javaslata a szuverén kockázatok vonatkozásában például Magyarország esetében azt jelentené, hogy a jelenlegi 0 százalékos súlyú kategóriából – mint OECD-tag – átkerülne az 50 százalékos súlyú kategóriába, ami igen negatív jelzésértékű lenne, s megnövelné a devizában denominált állam-adósság árát, hiszen a felvett hitelek árában megjelenne a kockázati súlyozásnak megfelelően a szuverén kockázatot hordozó magyarországi kihelyezések mögé allokálendő 4 százalékos tőke elvárt hozama. Továbbra is eltérően kezelné az egyes országokat a Bizottság által javasolt kockázati súlyozás, illetve a 16/2001. PM rendelet az országgkockázat tőkekövetelménye vonatkozásában, az egyes szabályozások keretében más és más országok kerülnek így egy csoportba, ami természetesen feloldható lenne a PM rendelet országcsoportokra vonatkozó szabályainak a Bizottság által javasolt csoportosításhoz történő igazításával. A bankközi kihelyezések vonatkozásában bármelyik súlyozási lehetőség is kerülné alkalmazásra, a jelenlegi 20 százalékos kockázati kategóriából magasabb kockázati súlyú kategóriába történő átsorolás következne be, az 1. javaslat szerint a 100 százalékos, a 2. javaslat szerint az 50 százalékos vagy a 100 százalékos – legfeljebb a rövid lejáratú kihelyezések esetében a 20

kategóriába, s így itt is a pótlólagosan a kihelyezés mögé allokálандó tőke elvált hozama beépülne a bankközi kihelyezések kamatláába. A vállalkozásoknak kihelyezett hitelek vonatkozásában a legjobb és legrosszabb minősítésekűektől eltekintve továbbra is a 100 százalékos kockázati kategóriába történő sorolás maradna érvényben, s ez véleményünk szerint továbbra sem biztosítana kellő differenciáltságot a vállalati hitelek tőkekövetelményének szabályozása vonatkozásában. További problémaként jelentkezik, hogy a nem minősített kihelyezések kockázati besorolása alacsonyabb tőkekövetelményt fogalmaz meg a legrosszabb minősítésű kategóriába sorolt eszközökénél, ami abba az irányba hathat, hogy a pénzüpi szereplők ne minősítsék magukat, ha minősítésük romlásától félnek. Ez a kérdés átvizet minket a minősítés módszertani problémáinak tárgyalásához.

- A *külső minősítő cégek* – melyek kategória besorolására a bankok jelentős része támaszkodhat – vonatkozásában az jelent problémát, hogy csak a nemzetközi minősítő cégek besorolását lehet figyelembe venni, a hazai minősítő cégek gyermekcipőben járnak, így nem tudnak eleget tenni a Bizottság által támasztott feltételeknek. Ezen nemzetközi minősítő cégek szolgáltatásainak igénybevételére viszont csak nagyvállalatok és nagybankok vállalkoznak, a kisbankok és a kis- és középvállalkozói szektor számára ezen szolgáltatások igénybevétele igen nagy költséget jelentene, így ez is abba az irányba hat, hogy viszonylag kevés lesz a minősítéssel rendelkező pénzüpi szereplő, bank, illetve vállalkozás. Természetesen megoldást jelentene, ha a bankok minél szélesebb körében a saját belső minősítési rendszerre lehetne támaszkodni a kategóriába sorolásnál. Ez jelentős fejlesztést kívánna meg a bankok belső kockázatkezelési és ellenőrzési rendszere vonatkozásában, s megnövelné a felügyelet szerepét is ezek értékelése, elfogadása vonatkozásában, többfeladatot jelentve a PSZÁF jelenlegi jogköréhez és feladatához képest, amikor a működési engedély kiadása feltételeként a bankok kötelesek a felügyelethez benyújtani számviteli politikájukat, melynek részét képezik a kockázatkezeléssel kapcsolatos különböző – kockázatvállalási, adósminősítési, limit-, hitelezési, eszközminősítési, céltartalékképzési, fedezetértékelési stb. – szabályzatok, s ezek jóváhagyása során kerül sor értékelésre. A 2001. április 1-én életbe lépett 14/2001. PM rendelet a bankok minősítési kötelezettsége teljesítése érdekében szigorúbb szabályozást ír elő a bankok által készítendő kockázatvállalási, befektetési, ügyfél-, valamint partnerminősítési, fedezetértékelési, ügyletminősítési és értékelési, illetve az értékvesztési és céltartalékképzési szabályzatok vonatkozásában. Véleményünk szerint – legalábbis rövid távon – csak a nagybankok lesznek képesek kockázatkezelési és ellenőrzési rendszereiket ennek megfelelően fejleszteni, a kis- és középbankok vonatkozásában ez hosszabb időt vehet igénybe, a takarékszövetkezetek esetében méretgazdaságossági okokból hosszú távon is kétségesnek találjuk ilyen fejlettségi szintű rendszerek kialakítását (legfeljebb akkor, ha integrált rend-

szerek kialakítására törekednek a szövetkezetek), s kétségeink fogalmazódnak meg a PSZÁF kapacitásait illetően is ezen belső rendszerek engedélyezése és folyamatos kontrollálása vonatkozásában, legalábbis rövid távon. A fejlődés következő – egyelőre a Bizottság által sem ajánlott – fázisaként a bankok belső hitelkockázati modelljeinek – a piaci kockázatok tőkekövetelményének meghatározása vonatkozásában a Bizottság által már ajánlott *Value at Risk* (VAR) modellek analógiájára (BC 1996) – kialakítása jöhet szóba, amely képes lenne biztosítani a hitelkockázatok portfólió-szintű kezelését. A piaci kockázatok tőkekövetelményének számítása során a 244/2000. Korm. rendelet a kereskedési könyvre vonatkozó szabályok bevezetésével a diverzifikáció elismerésére kerül sor, alacsonyabb tőkekövetelmény teljesítését előírva egy diverzifikált részvényportfólió kockázata vonatkozásában. Természetesen ezen modellek bevezetésének idő- és erőforrásigénye miatt hosszabb távon is csak a nagybankok számára jelenthet reális alternatívát, s jelentősen megnövelné a PSZÁF-val szemben támasztott követelményeket is ezen modellek bevezetésének engedélyezésével kapcsolatosan.

2. *A tőkemegfelelés felügyeleti ellenőrzése:* a felügyelet ellenőrzési és beavatkozási jogkörének rögzítése az egyes bankok által felvállalt kockázatok és a bank tőkéje összhangjának vizsgálata, illetve helyreállítása vonatkozásában. Ennek értelmében a felügyelet a korábban bemutatottak alapján meghatározott minimális tőkekövetelményen túl többlet tőkeigényt írhat elő a bank számára, ha úgy ítéli meg, hogy a bank által felvállalt kockázatok ezt szükségessé teszik, s a tőke folyamatos ellenőrzésével biztosítja azt, hogy a bank meggyengült tőkepozíciója mielőbb felismerésre és így helyreállításra kerüljön. Természetesen ez megköveteli megfelelő szabályozás létét a kockázatokkal összhangban lévő tőkeszint meghatározása vonatkozásában a bankoknál, illetve ennek folyamatos ellenőrzését a felügyelet részéről. A felügyelet jogköre arra is kiterjedhet, hogy a nemzetgazdaság, a pénz- és tőkepiacok állapotának függvényében valamennyi hitelintézet vonatkozásában eleve 8 százaléknál magasabb tőkekövetelményt írjon elő. Ezen szabályozási elem is abba az irányba hat, hogy az előírt tőkekövetelmény a közgazdaságilag szükséges tőkét minél inkább megközelítse. Természetesen a szabályozás ez irányú kiterjesztése is a PSZÁF feladatainak növekedését fogja előidézni, mind a hitelintézetek által felvállalt kockázatok elemzése, mind a kockázatkezelési rendszerek vizsgálata, ellenőrzése vonatkozásában. Különösen fontos feladatként jelentkezik az egyes hitelintézetek hitelportfóliója diverzifikáltságának vizsgálata mind ágazat, mind vállalatméret szerint, illetve területileg. Ennek eredményeként a kevésbé diverzifikált portfólióval rendelkező hitelintézetek vonatkozásában 8 százalékot meghaladó tőkekövetelmény kerülhet megfogalmazásra, amely egyrészt a kisbankoknál reális lehetőség – ezen bankoknál ugyanis a jellemzően kisvállalkozói ügyfélkör révén vállalatméret szerinti diverzifikálatlanság mutatkozik (s az így megnövekedő tőkekövetelmény elvárt hozama miatt emelkedő hitelkamatok tovább nehezítik a kisvállalkozói szektor hitelfi-

nanszírozását) – másrészt a takarékszövetkezeti szektorban, ahol az ágazati, illetve területi koncentráció jellemző (s a tőkekövetelmény növelésének irányába hat ezen hitelintézetek kockázatkezelési rendszereinek alacsonyabb szintű fejlettsége is). A portfólió diverzifikáltságának mérése természetesen megköveteli a hitelintézetek PSZÁF felé történő információszolgáltatási kötelezettségének bővítését (így a 35/1999. PM rendelet módosítását): a már eddig is szabályozott szempontok – így az ágazat és a vállalatméret – szerinti portfólióösszetétel vonatkozásában, de különösen a regionális megoszlást illetően. (Ez utóbbi szempont szerint történő mérés a kockázatkezelésen túlmenően gazdaságpolitikai indíttatásból is érdekes lehet: a hitelállomány regionális diverzifikáltságának előírásával az elmaradott régiók gazdaságfejlesztése segíthető elő, de legalábbis a betétállomány regionális eloszlásával való összhang megteremtésével a regionális fejlettségi különbségeket növelő területi transzmissziós folyamatok megállíthatók.) A 2000. évi CXXIV. törvény alapján 2001-től a PSZÁF által alkalmazott intézkedések körében megjelenik a tőkemegfelelési mutatóra vonatkozóan legfeljebb a törvényi követelmény kétszeres értéke előírásának lehetősége az egyes bankok esetében.

3. *A piac fegyelmező erejének felhasználása:* a bankok tőkeszerkezetére, tőkeszintjére, vállalt kockázataira és a tőkemegfelelésre vonatkozó információk – évenként legalább egyszer, de inkább többször történő – széles körű nyilvánosságra hozatalának előírása, így biztosítva a piaci szereplők rálátását a bankok tőkehelyzetére, ami szintén ösztönzést jelenthet a bankok számára a kellő tőkemegfelelés fenntartására. Ezen információk nyilvánosságra hozatala, illetve az értük vállalt felelősség természetesen a bankokat terhelheti, de a PSZÁF módszertani segítséget nyújthat a nyilvánosságra hozandó információk körére vonatkozóan. Így például a 35/1999. PM rendelet alapján a PSZÁF részére készített negyedéves jelentések tőkemegfeleléssel és kockázatvállalással kapcsolatos információi – szavatoló tőke elemei, korrigált mérlegfőösszeg alakulása, portfólió összetétele stb. – üzleti és banktitkot nem sértő elemeinek nyilvánosságra hozatalával ezen követelmény véleményünk szerint teljesíthető lenne.

Természetesen a Bizottság ajánlásának bevezetésére az egyes országoknak 3-4 év átmeneti időszak fog rendelkezésre állni, az új tőkemegfelelési direktívák várhatóan 2006-tól lépnek hatályba az Európai Unióban, így Magyarországon is mind a PSZÁF, mind a bankok számára ezen időszak lehetőséget biztosíthat a megfelelő szintű felkészülésre.

### *Hivatkozott jogszabályok jegyzéke*

1991. évi LXIX. törvény A pénzügyi intézményekről és a pénzügyi intézményi tevékenységről
1993. évi XLVII. törvény A pénzügyi intézményekről és a pénzügyi intézményi tevékenységről szóló 1991. évi LXIX. törvény módosításáról
1996. évi CXII. törvény A hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról
2000. évi CXXIV. törvény A hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 1996. évi CXII. törvény módosításáról
- 205/1999. Korm. rendelet A kis- és középvállalkozások támogatásából, vállalkozói hitelekből és közbeszerzésekből való részesedésével összefüggő adatszolgáltatásról
- 244/2000. Korm. rendelet A kereskedési könyvben nyilvántartott pozíciók, kockázatvállalások, a devizaárfolyam kockázat és nagykockázatok fedezetéhez szükséges tőkekövetelmény megállapításának szabályairól és a kereskedési könyv vezetésének részletes szabályairól
- 250/2000. Korm. rendelet A hitelintézetek és a pénzügyi vállalkozások éves beszámoló készítési és könyvvézetési kötelezettségének sajátosságairól
- 25/1998. PM rendelet Az országkockázat kezeléséről
- 28/1998. PM rendelet A tőkemegfelelési mutató számításáról
- 35/1999. PM rendelet A helyszínen kívüli ellenőrzéshez az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet részére szolgáltatandó adatok köréről és az adatszolgáltatás módjáról
- 13/2001. PM rendelet A tőkemegfelelési mutató számításáról
- 14/2001. PM rendelet A kintlevőségek, befektetések, mérlegen kívüli tételek és a fedezetek minősítésének és értékelésének szempontjairól
- 16/2001. PM rendelet Az országkockázat tőkekövetelményéről
- 1/1992.(PK5) BAF-rendelet A tőkemegfelelés alapelveiről és számításának szabályairól
- 3/1993.(PK16) BAF-rendelet A tőkemegfelelés alapelveiről és számításának szabályairól szóló 1/1992.(PK5) BAF-rendelet módosításáról
- 4/1996.(PK13) BAF-rendelet A tőkemegfelelés alapelveiről és számításának szabályairól szóló 1/1992.(PK5) BAF-rendelet módosításáról
- 89/647. sz. EU-direktíva a tőkemegfelelési mutató számításának szabályairól

### *Felhasznált irodalom*

- BC 1988: *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Basle Committee Publications, 4. Basle Committee on Banking Supervision, Bázel.
- BC 1996: *Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks*. Basle Committee Publications, 24. Basle Committee on Banking Supervision, Bázel.

BC 2001a: *The New Basel Capital Accord, Consultative Document*. Basle Committee on Banking Supervision, Bázél.

BC 2001b: *The Standardised Approach to Credit Risk*. Basle Committee on Banking Supervision, Bázél.

ÁPTF 1998: *Éves jelentés*. Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet, Budapest.

PSZÁF 1999: *Éves jelentés*. Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, Budapest.

PSZÁF 2000: *Éves jelentés*. Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, Budapest.

PSZÁF 2001: *Éves jelentés*. Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, Budapest.

## Likviditás, szolvencia, prudencia

Botos Katalin<sup>1</sup>

*Misztikum lengi körül a pénzügyeket, pedig szakma ez. Méghozzá olyan szakma, amelyben a hitel a hitelességre épül. A bankfelügyeletnek – de természetesen a többi pénz- és tőkepiaci felügyeletnek is – az a dolga, hogy ezt a hitelességet, a prudens magatartást kikényszerítse, betartassa, segítse. A jó pénzközvetítés záloga azonban a jó – megbízható, hiteles emberek-ből álló – bankmenedzsment. Prudens banktevékenység prudens bankembereket követel meg. A bankválságok mindig összefüggésben voltak a rossz menedzsmenttel. Az üzleti élet szereplői maguk alakítják körülményeiket. Hatósági ellenőrzés (surveillance) nem helyettesítheti a bankirányítást (governance).*

*Kulcsszavak: pénzügyi politika, bankfelügyelet, bankminősítés, bankcsőd*

Mottó: „Ha nincs meg a pénzem,  
kérem, ha megvan, nem kérem!”

### 1. Bevezetés

A bank bizalmi üzlet. A pénzközvetítés feltételezi azt, hogy a fizetéseket bonyolító intézményben teljes a bizalom. A bankszektor a jövedelmek önkéntes és ideiglenes újraelosztásának eszköze, szemben az államháztartással, ahol végleges és kötelező újraelosztásra kerül sor. A bankok a *pénzügyi intermediáció*, közvetítés egyik intézményét képviselik, hiszen hasonló tevékenységre sor kerül a tőkepiacon, s a biztosítótársaságok keretein belül is. Ne hozzon zavarba, hogy maga a pénzáramlás esetlenként végleges újraelosztást eredményez a szereplők szempontjából, hiszen ha eladtam valamit – részvényt, kötvényt, vagy bármely értékpapírt a piacon, akkor azt valóban nem követelhetem vissza – (hacsak nincs hozzá fűzve visszavásárlási szerződés). S a biztosítónál is véglegesen újra osztják az én befizetésemet, mondjuk a kötelező gépjármű felelősségbiztosítás körében, a bekövetkezett káresemények elszenvedői javára. A betételhelyezésnél már nagyon is világos, hogy csak egy időre adtam kölcsön a pénzt, amivel egyébként a bank mint sajátjával bánik, hiszen saját döntésétől függően helyezi azt ki. E különbségek ellenére közös bennük, hogy nincs törvényi kényszerpályán a pénz áramlása. Ami a dologban önkéntes, az maga az in-

---

<sup>1</sup> Dr. Botos Katalin, az MTA doktora, tanszékvezető egyetemi tanár, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék (Szeged)



tézmény megválasztása. Mellesleg az egyén számára – a biztosítástól eltekintve – a pénz- és tőkepiacon elhelyezett, illetve befektetett megtakarítások nem jelentik a végleges újraelosztást, hisz a betétet ki lehet venni, s más formájú vagyontárgyra átváltani, az értékpapírt el lehet adni, s – mondjuk – betét formában lehet lekötni. Az egyén tehát maga választja és változtatja meg a megtakarítási formát és a konkrét intézményt, amelynek segítségével be akar kapcsolódni a pénz- és tőkepiacra. Vevőként és eladóként egyaránt mérlegelheti, hogy milyen forma célszerűbb számára. Vállalkozóként is választhat, hogy mit tesz: a tőkepiacon keresztül finanszírozza meg üzleti aktivitását, vagy inkább bankhitelt vesz fel rá. Vagy, mondjuk, felkészül egy biztosítási szerződéssel egy káresemény hatásának mérséklésére, illetve inkább kockáztat, remélve, hogy szerencsésen elkerüli azt. Szabadon dönt tehát a szóba jöhető kínálat igénybevételéről, mind a konkrét intézményt, mind a pénzközvetítő csatorna típusát illetően. Erre nincs lehetősége, ha adót, TB járulékot kell fizetnie, hiszen azt a szabályok szerint, az előírt formák kötelező betartása mellett kell megtennie.

A pénzügyi politika szempontjából *négy ágazatot* különböztethetünk meg: a költségvetési és a monetáris politikát, ez utóbbival szorosan összefüggő devizapolitikát, s a felügyeleti politikát. Míg a hagyományos felosztás általában a költségvetési és a monetáris politikát, a pénzügyminisztérium és a jegybank iker-együttesét szokta idézni, mint a pénzügyi politika letéteményesét, úgy gondolom, érdemes e részletesebb bontást elemezni.

Az, hogy a devizapolitika a monetáris politika része, bár relatív önálló területe, régóta tudjuk. Hiszen a modern pénz hitellel, vagy devizavásárlással születik, s a modern pénz funkcionálásáról már aligha beszélhetünk csupán nemzeti keretekben, a globális világgazdaság feltételei közepette. Ez pedig a nemzetközi fizetési forgalomban felhasználható, a folyó fizetési mérleg tételeire – legalább – korlátozásmentesen alkalmazható konvertibilis valutát követel. Az OECD országai sorába pedig azon ország léphet, amelyik megengedhetőnek tartja a lényegében szabad tőkeáramlást is. Hazánk immáron ide sorolódik, hiszen monetáris és devizasabályozásunk lényegében EU-konform.

Miért soroljuk a pénzügyi politika körébe a *felügyeleti tevékenységet*? S miért tekintjük azt egyértelműen önálló ágazatnak? Tanulmányunkban erre a kérdésre próbálunk választ adni a bankfelügyelet alapfeladatait elemezve, különös tekintettel a magyar bankrendszer működésének problémáira.

## 2. A bankfelügyelet

Rengeteg vita volt azon, hogy a bankfelügyeletet kinek kell gyakorolnia: a jegybanknak, azaz nálunk az MNB-nek, vagy a pénzügyminisztériumnak (PM), helyesebben, egy alája rendelt szervezetnek? Már minden változatot kipróbáltunk, legalábbis elméletben. Felvetődött, s folyamatosan kísért a parlament alá tartozó fel-

ügyelet eszméje, amely megoldani hivatott a gordiuszi csomót, azaz, se jegybank, se kormány, hanem a mindkettő felett felügyeletet gyakorló parlament legyen a felügyelők felügyelője, s így a mindenkori végrehajtó hatalmon túl – a bizottságokon keresztül – a mindenkori ellenzéknek is lenne betekintési lehetősége a prudenciális szabályozás és ellenőrzés dolgaiba.

A rendszerváltást megelőzően már megkezdődött a biztosítás, bank és értékpapír terület jogi szabályozásának előkészítése. Noha az első szabadon választott kormány alatt a *banktörvény* is megszületett, az a koncepció, hogy a pénzügyi közvetítés csatornáit, az önkéntes újraelosztás rendszerét egységes, a PM-től független, bár a kormányzat, egy tárca nélküli miniszter felügyelete alá kellene helyezni, nem valósult meg. Egy röpke évig létezett a bankszektor fejlesztéséért felelős miniszter posztja, a biztosítás és értékpapír terület azonban PM fennhatóság alatt maradt. Miért? Erre csak a politológia, pszichológia, társadalomszociológia tudományterületek, a hatalom természetrajzát leíró tudományok segítségével lehet választ kapni. A pénzközvetítő szektor ellenőrzése – hatalom. Ha csak a bankszektor mérlegfőösszegét tekintjük, már az is vetekedett a költségvetés kötelező újraelosztási rendszerének nagyságával. Egy pénzügyminiszter hatalma annak eredménye, hogy az éves jövedelem-újraelosztás során minden második megtermelt magyar forintnyi jövedelem fölött ellenőrzést gyakorol. Hiszen a jövedelemközpontosítás következtében a központilag elosztott jövedelem a GDP-nek mintegy fele! Ugyanakkor az állampolgárok pénzbeli megtakarításainak zömét a bankrendszer kezeli. Ily módon semmilyen kormányzat nem lehet közömbös az iránt, hogy mi történik az emberek vagyonával. De a pénzügyi tranzakciókat lebonyolító bankrendszernek ezen túl is alapvető szerepe van a piacgazdaság zavartalan működésében, hiszen egy komolyabb fennakadás a fizetések lebonyolításában *dominószerűen* vonja magával a pénzügyi kapcsolatok hálóján keresztül a gazdaság szinte egészét. Ezért nem szívesen engedi ki a pénzügyi tárca a kontrollja alól a bankszekort. De az értékpapírpia és a biztosítótársaságok is azon területei közé tartoznak a gazdaságnak, amelyhez a pénzügyi tárca szorosan kötődik.

Az állami tulajdonban lévő biztosítók értékesítése, *privatizálása* fontos bevételi forrás lehet, emellett megkímélheti a tárcát a szektor intézményeiben rejlő tartalékhiányok pótlásától, s az elkerülhetetlen feltőkésítés költségeitől. A *tartalékok* formáinak szabályozásával a mindenkori költségvetést finanszírozó kormánypapírok biztonságos piaca teremthető meg. Az *értékpapírpia* létrehozása és szabályozása ugyancsak ebből a szempontból fontos kérdés, hiszen megszületése után jó fél évtizedig alig volt más, mint állampapír a tőzsdén.

Ezért, ha lehetett – s lehetett –, a két felügyeletet a pénzügyi tárca mindenképpen magánál tartotta. A bankfelügyelet pedig leírta útját a 90-es évtizedben:

- 1990-ben a *PM részlegét* képezi,
- 1991-ben a bankügyekért felelős *tárca nélküli miniszter* felügyelete alatt működik (az értékpapír és a biztosítás marad a PM alatt),

- a pénzügyi törvény elfogadása után az Állami Bankfelügyelet *kormányfelügyelet* alatt van, amit tárca nélküli miniszter gyakorol (a privatizációt, illetve az ÁVÜ-t, majd az ÁPV Rt-t felügyelő miniszter),
- újabb módosítással a bankfelügyelet is visszakerül a *pénzügyminiszter* felügyelete alá,
- majd 1996-ban összevonják az értékpapír-felügyelettel, amely mindvégig a pénzügyminiszter felügyelete alatt volt, s *Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet* néven működik,
- 1999-ben pedig döntés születik arról, hogy az időközben létrejött Pénztárfelügyelettel és az addig a PM alatt működő, de önálló biztosítás-felügyelettel is összeolvasztva, *szuperfelügyeletet* hoznak létre a teljes pénzközvetítő szektor ellenőrzésére.

Az elvi vita a meghozott kormánydöntés után is folyik a szakajtóban, hogy jó helyen van-e ezen csúcsszerv beillesztve az államigazgatásba, s nem lenne-e jobb a szuperfelügyeletet a parlament alá helyezni. Egy bizonyos: a státusszabályozástól függetlenül a pénz- és tőkepiaci intézmények felügyeletét ellátó szervezet, vagy szervezetek fontos funkciót töltenek be, a pénzügypolitika részét képezik. S az is elvitathatatlan, hogy a tőkepiac mind bonyolultabbá válik, a *pénzügyi innovációk* hatása egyre komplexebb ellenőrzéseket kíván meg. Egy szervezetben, vagy sem, mindenképpen indokolt a felügyeleti tevékenység olyan jogszabályi összehangolása, s a helyszíni ellenőrzések, a front office munka olyan megszervezése, amelyben csapatként dolgozik a különböző szakterületek ismerője. A kockázatok ugyanis összefonódnak, s a felügyelet feladata éppen a kockázatmérséklő szabályok érvényre juttatása a pénzügyi szereplőknél.

### 3. Veszélyes üzem

A bank – veszélyes üzem. Noha a szakértők döntő többsége vallja, hogy az erőforrások csatornázásánál, a megtakarításoknak a felhasználókhöz juttatásánál legjobb módszer a piac mechanizmusa, ez nem jelenti azt, hogy a piac a bukás kockázatát teljesen kizárja. A pénzügyi tranzakciók soha nem kockázatmentesek. A szabályozás semmiképpen nem vállalhatja át a pénzügyi intézményektől a tevékenységükben rejlő kockázatok fedezését, csupán arra törekedhet, hogy a pusztán piaci hatásokra hagyatkozó üzletvitel kockázatvállalási szélsőségeit a hatalom kényszerítésével mérsékelje, s ezzel a banki ügyfelek biztonságát a lehetőségeken belül növelje.

Nem lehet elégszer megismételni: *nincs tökéletes biztonság*. Az üzlet természetéből fakad, hogy az időben lejátszódó folyamatokra számtalan külső és belső tényező is hat, melynek „lemodellezése” teljes pontossággal lehetetlen. A kockázatok fedezésének módja a megfelelőnek ítélt tőke előírása, s olyan működési szabályok kialakítása, amelyeknél nyomon követhető a mindenkor felvállalt kockázatok nagysága. Ha ezek a kockázatok közelítik a kölcsöneshozókhoz, tehát meghaladják a saját

tőke kockázatviselő képességét, akkor a szabályozó hatóságnak joga és kötelessége a leghatározottabb eszközökkel beavatkozni az üzletpolitikába, ami egyébként nem célszerű gyakorlat az egyéb vállalkozások esetében. Csakhogy, míg az egyéb vállalkozásoknál a modern gazdaságban a vállalkozó a saját eszközét kockáztatja, itt a másét is. Méghozzá úgy, hogy – bank esetében – a kölcsönadó a kockázatvállalásnak nincs is teljes tudatában, sőt, a hétköznapi ember számára éppen a biztonságos értéktartás formáját jelenti a banki betételhelyezés.

A kockázatok viselése szempontjából eltérés van a különböző újraelosztási csatornák, intézmények között. A tőkepiaci finanszírozó maga viseli a kockázatokat, bár a kisbefektetők itt is védelemre szorulnak a brókercégek működési (üzemi) hibáiból, netán törvénnyel ellentétes gyakorlatából eredő veszteségekkel szemben, hiszen az általuk vállalható kockázatokba ez semmiképpen nem fér bele. Saját befektetési döntésének konzekvenciáit azonban az ügyfél itt maga viseli.

A bank esetében azonban az intézmény sajátjaként helyezi ki a kölcsönforrásokat. A művelet, amely végbemegy, nem a betétes és a hitelkérő ügyfél „összehozásából” áll, hanem mindkét oldalon a jogi aktus lényege a bankkal kötött szerződés. A közvetítést tehát a bank „saját szakállára” végzi. E veszélyes üzem működtetője a *menedzsmen*t. A tulajdonosok felelőssége, hogy jól kiválasztott személyeket ültessenek az igazgatói székekbe. Ez a felelősség azonban nem tartozhat kizárólag rájuk, hiszen nem csupán a banktulajdonosok pénzét veszíthetik el, hanem a gyanútlan publikumét is.

Ezért a felügyelő hatóságoknak is külön oda kell figyelniük a menedzsmen

alkalmasságára, s arra is, hogy a tulajdonosok érdekeit szolgáló tevékenységük ne veszélyeztesse az ügyfelek biztonságát. Természetesen a biztonságos bankműködés hosszú távon a banktulajdonosoknak is alapvető érdeke. Amint azonban egy angol közmondás megfogalmazza: „Mindennek ellent tudunk állni, kivéve a kísértést”. A bankszakmában pedig nagy a kísértés, hogy a nagyobb haszon reményében a menedzsmen

nagyobb kockázatot vállaljon fel. Ez az a pont, ahol a felügyelő hatóságok mindenképpen előnyben részesítik a biztonságot a profitabilitással szemben.

De most fordítsunk a nézőpon

ton! Vajon ez azt jelenti-e, hogy a felügyelet számára közömbös a banki jövedelmezőség alakulása? Az adóhatóság, mint állami szerv számára biztosan nem, s a pénzügyminiszter se tudja költségvetésének tervezésénél figyelmen kívül hagyni a bankszektor jövedelmét, annál is inkább, mert ez az ágazat az elmúlt évtized húzó ágazata volt a GDP termelésében, nemzetközi tapasztalat szerint. A profitabilitás azonban a felügyelet számára is fontos, hiszen a megtermelt jövedelem az adott évben a kockázatok fedezete is, s éppen ezért fontos, hogy a felügyelet adott esetben megtilthatja, hogy a bank osztalék formájában kifizesse a jövedelmet, ha szükséges a kockázatok fedezéséhez. A különböző tartalékokba helyezett eszközök is növelik a bank ún. *szavatoló tőkéjét*, amelyet a jegyzett tőkén és tartalékokon túl az ún. *alárendelt kölcsöntőke* is kiegészít. Mit jelent az alárendelt kölcsöntőke? Olyan kölcsönt, amely saját eszközként tekintendő, ha egy bank csődbe megy. Más szóval, e kételkedő eszköz egyrészt hitel, mert vissza kell fi-

zetni, de mivel legalább öt évre lekötött, s a veszteség fedezésére felhatalmazó záradékkal ellátott, egy esetleges bankfelszámolás esetén a saját eszközökhöz sorolódik.

Valójában felvetődik a kérdés, hogy a felügyelet kinek a felügyelete: az államé, vagy a bankszektoré. Mit értek ezen? Azt, hogy természetesen a polgárok biztonsága, vagyonának, s így pénzvagyonának védelme elsőrendű állami érdek. Másrészről azonban a bankok közössége szempontjából se közömbös a bankcsőd. Nem azért, mert egy versenytárs „elhullása” könnyeket fakaszt, hanem azért mert a banki bukás a szektor egészére kihat. Csökkenti a rendszerbe vetett bizalmat, tovagyűrűző hatásainál fogva konkrét károkat okozhat más, teljességgel vétlen bankpiaci résztvevőknek, s nem utolsósorban a banki közösség viseli az *OBA-ra*, a betétbiztosítási alapra háruló terheket. Egy nagy lakossági állománnyal rendelkező banknál ez sok milliárdos tétel lehet, s a banki szektor jövedelmét – közvetetten, amennyiben a rendelkezésre álló eszközök az OBA-ban nem elegendőek – jócskán megcsapolja. A felügyelet tehát a bankok érdekeit is védi, nemcsak az ügyfelekét.

#### 4. A bankminősítés elemei

A bankválságokat részben a rossz gazdasági körülmények, részben a bankmenedzsment maga okozza. Ugyanis mindig „helyzet van”, tehát mindig valamilyen – jó, vagy rossz – körülmények között kell megtalálnia a menedzsmentnek a külső hatásokra a megfelelő válaszokat, amelyek a bank hajóját átsegítik a nehéz szakaszokon.

Vannak természetesen olyan periódusok, amelyek olymértékű kedvezőtlen gazdasági hatást „engednek rá” a bankszektorra, amelyet az önerejéből elviselni nem képes. A bankszektor a gazdaság tükre, s ha a gazdaság – bármilyen oknál fogva – óriási mértékű értékvesztéssel néz szembe, annak következményeit a bankszektor is viseli. Állami segítség nélkül gyakorlatilag összeomlik. Ezt hívjuk *bankkonszolidációnak*. Egyes bankok kevésbé vagy jobban szorulnak rá a mentőkötélre, de a dolog lényege mindenkor az, hogy a bank eszközei jelentékeny részét elveszti, s ez a betétek – források – visszafizethetőségét kétesessé teszi. Ha ez egyértelműen a körülmények számlájára írható, akkor az állami mentőakció indokolt. A konszolidációra szoruló bank éppúgy csődhelyzetben van, mint az, amelyet a menedzsment vitt jégre. A különbség éppen abban van, hogy kit terhel a felelősség. Feltétlenül különbséget kell tehát tennünk – s különösen a magyar gyakorlatban – a bankkonszolidáció és a bankcsőd között. Válságba kerül mindkét esetben a bank, vagy a bankok, de a bankcsődök mindig visszavezethetők a menedzsment hibájára, netán nem prudens magatartására.

A felügyeleteknek tehát figyelemmel kell lenniük a menedzsment minőségére (bár ez elsődlegesen a tulajdonosok dolga, ezt mindig szem előtt tartjuk). Azt azonban le kell rögzíteni, hogy soha nem lehet megakadályozni azokat a bankcsődöket, amelyek a menedzsment és a tulajdonosok összejárásával jöttek létre. A jó me-

nedzsmment képessé teheti a bankot, hogy túlélje a kívülről generálódó válságokat. A rossz menedzsmment békeidőben is tönkretelheti a céget.

A bankok minősítésére felhasznált rendszer az ún. *CAMEL*, amely a következő fogalmak angol megfelelőinek kezdőbetűjéből alkotott betűszó: tőke, eszközök menedzsmment, jövedelmezőség, likviditás. A bankok tőkeereje, kihelyezéseinek minősége, vezetésének színvonala végül is meghatározott jövedelmezőséget eredményez, s biztosítja, hogy a bank mindenkor likvid legyen.

Figyelmünket irányítsuk ez alkalommal a *fizetőképességre*! Sokszor felvetődő kérdés minden fórumon, legyen az az utca embere, de akár joghallgató is, hogy mit értünk *likvid*, és mit *szolvens* bank fogalmán. E két szó magyarra fordítva egyaránt fizetőképességet jelent, s csupán azzal tudjuk megkülönböztetni őket, hogy jelzőt teszünk a fizetőképesség szó mellé: mindenkori, illetve tartós fizetőképesség. Ettől aztán még nagyobb a zavar, hiszen hogy lehet valaki mindenkor fizetőképés, ha nem tartósan az? Pedig a pontos gazdasági tartalom kihámozása után megvilágosodik, hogy a mindenkori, vagy azonnali fizetőképesség mellett még indokolt lehet egy bankot inszolvensnek nyilvánítani, és becsukni. Az azonnal esedékes kifizetnivalókat egy bank képes lehet teljesíteni, csak éppen már nem a kihelyezésekből visszafolyó pénzből, hanem a másik betétes pénzből eszközlik. Egy bank illikviditását gyakorlatilag mindig megelőzi az inszolvenca esete. Az a bank, amely egyébként fizetőképés, egészséges gazdálkodású, jó portfólióval rendelkezik, csak átmenetileg kerül pénzzavarba, mindig talál megoldást forráshiányának fedezésére a bankközi piacon, hitel felvétele, vagy gyorsan likvidálható eszközei értékesítése révén.

A jó portfóliójú bank mindig hitelképes. A mérlegfőösszeg megnövekedése ugyan esetleg ronthatja tőkemegfelelési mutatóját, de kellő tőkeellátottság esetén ez nem lehet probléma. A *tőkemegfelelési mutató* meghatározása a következő: a bank mérlegfőösszegét – bizonyos korrekciókkal – egybevetjük a szavatoló tőkével, amit ugyancsak korrigálunk. A mérlegfőösszeg korrekciója azt jelenti, hogy a hitelek teljes értékű kockázatnak (100 százalék) tekintjük, hisz a leggondosabb mérlegelés mellett is történhet olyan vis major, ami a visszafizethetetlenséget eredményezi. Ez a veszély kisebb a lakóingatlanokkal fedezett hiteleknel (50 százalék) s a bankközi kihelyezéseknél – egy bank fizetéseképtelenné válása nem kizárt, de kevésbé valószínű (20 százalék). Végezetül a 0 százalékos súlyozási kategóriába tartoznak az állammal szembeni kihelyezések, hiszen az állam fizetéseképtelenné válása csak totális összeomlás, államcsőd (Staatsbankrott) esetén következik be. Ezek pedig egyáltalán nem számol a szabályozás.

Tartósan fizetéseképtelennek tehát azt a bankot tekintjük, amelyiknél az eszközök értéke a forrásoké alatt marad. Valójában a bankfelügyeletnek azt kell szorosan követnie, hogy a bekövetkező értékvesztések mikor érnek el arra a pontra, ahol az idegen források már nem fedezettek, s nincs remény arra, hogy a tulajdonosok tőkeinjekcióval a hiányt pótolják. Ez esetben nincs más hátra, mint a bank felszámolása, esetleg beolvasztása egy másik egységbe, vagy csendes kivezetése a piacról. Ha időben történik intézkedés, akkor csak a bank tulajdonosai veszítik el tőkéjüket – ez

normális minden vállalkozás esetében –, de a bank hitelezői még nem fizetnek rá. Igaz ugyan, hogy az ellenőrzés, felügyelés ténye sok piaci szereplőt félrevezet. A bankfelügyeletnek létében holmi intézményes garanciát látnak a csőd ellen, s így a vállalkozás esetleges kudarcával kisbefektetőként sem foglalkoznak. (A bank is egy vállalkozás, részvénytársaság, s egy kisebb körben szövetkezeti formában működő cég.) A bankfelügyelet azonban nem veheti át a cégvezetés feladatát és felelősségét, *a surveillance nem governance*. Sajnos, a kockázatok nem mérhetők patikamérleggen, s feltárásukat az is nehezíti, hogy a menedzsment nem mindig kooperatív a felügyelettel. A rabló-pandúr játék viszont fokozatosan elfajulhat.

## 5. Jó bankárból rossz bankár

Ha a felügyelet nem elég eredményes, későn veszi észre a valós problémákat, vagy sokáig bizakodik a legszigorúbb intézkedések elkerülhetőségében, akkor a menedzsment a következő alakváltozásokon megy keresztül:

- hibázó menedzsment
- kozmetikázó menedzsment,
- kétségbeesett menedzsment,
- csaló vezetés.

A menedzsment hibás döntései a következők lehetnek: *túlméretezik a bankot*, túl gyorsan futtatják fel az aktivitását. Ez a saját tőkéhez képest nagy mérlegfőösszeget jelent, ami egyrészt azért probléma, mert a kockázatviselő képessége a banknak relatíve csökken, másrészt mert a kockázatok viszont megnövekednek. Ilyenkor ugyanis a bank gyakran olyan új területekre tör be, ahol a földrajzi körülményeket, vagy üzleti sajátosságokat még nem eléggé ismeri, s ez abszolút biztos kockázatforrás.

A hitelek nyomják a források, szinte kényszerpályán van a bank a kihelyezésekkel, a betétekre fizetni kell a kamatot, így a kihelyezéssel nem válogathat, a kissé kockázatosabb ügyfelek – különösen, ha jó magas kamatot hajlandóak vállalni – számításba jöhetnek. Az előre menekülés stratégiáját követő bankvezetés ezután sorozatban követheti el azokat a hibákat, amelyek a bankfelügyelet figyelmét magukra kell vonják, hiszen a szabályozás tiltó táblái éppen ezekre vonatkoznak.

Rendkívül nagy a csábítás, hogy *koncentráltan hitelezünk*. Ez olcsóbb – legalább is, amíg az ügyfél fizetőképes –, nem igényli macerás vizsgálatok tömegét, egyszer megnézzük, eldöntjük, és kész. A szabályozás éppen ezért követeli meg, hogy a nagy hitelekről, befektetésekről a bank számot adjon (ez a magyar szabályozásban – s a továbbiakban mindig erre utalok – a szavatoló tőke 10 százaléka), de azt is meghatározza, hogy egy bizonyos mérték (esetünkben 25 százalék) fölé semmiképpen nem mehet a koncentráció. Remek ötlet, hogy szétdaraboljuk a hiteleket, esetleg átvezetjük a bankholding egy vállalkozásán, s így csak alaposabb vizsgálat

derítheti ki, hogy a bank mégis túlzott koncentrált kockázatot vállalt. Arra vonatkozóan csak tanács van, tiltás nincs, hogy a bank azonos ágazatból ne vállaljon túl sok ügyfelet, mert akkor együtt mozog a bank sorsa az ágazat konjunktúrájával. Itt megint vissza kell idéznünk a magyar múltat, amikor is a kétszintű bankrendszer létrehozásakor kikanyarítottak a nemzeti bank portfóliójából egy-egy területet – a Hitelbanknak a nehézipart, a Kereskedelmi és Hitelbanknak a mezőgazdaságot, a Budapest Banknak az infrastruktúrát –, s úgy gondolták, kezdetnek jó lesz. Ezzel a szükségesnél nagyobb mértékű ágazati koncentrációval bocsátották útjára a bankokat, amelyek viszont nem győztek –, de nem is volt rá idejük – kimászni a terhes örökségből. Egyébként nehéz is volt hová, hiszen a KGST összeomlása éppúgy megviselte a gép-és vegyipart, mint az agráriumot, s az összeomló, adófizetésre képtelen vállalatok csak súlyosbították az infrastruktúrát finanszírozó költségvetés helyzetét. A konszolidáció elkerülhetetlen volt.

A koncentrált hitelezés csaknem mindig megtalálható a bank bukások hátterében. Jellegzetes bűn a *belső, illetve kapcsolt hitelek* megengedettnél nagyobb aránya. A magyar bankszabályozás limitek közé szorítja mind a bank alkalmazottainak, hozzátartozóinak, mind azon cégeknek nyújtható hitelt, ahol tulajdonosi kapcsolat áll fenn, esetleg a banki alkalmazott és az ügyvezető azonos, vagy szoros rokon. Egyébként a kapcsolt és belső hitelek nyújtását procedurálisan is szabályozni kell, az érintett a döntésben nem vehet részt, s az ettől eltérő gyakorlat mindig gyanús, magyarázatra szorul. „Szép” példája volt a kapcsolt hitelezésnek a 90-es évek első csődbe jutott bankja, ahol egy hitelszerződésen – s ez nem tréfa! – mindkét oldalon, a hitelnyújtó és hitelfelvevő cég aláírásának helyén azonos név szerepelt, ami természetesen azonos személyt takart, s ez nem más volt, mint maga a bank vezérigazgatója... Ez már nem hiba, ez bűn, ezt még a bankcsődökben tapasztalatot nem szerzett és a bankügyekben még nem könnyen eligazodó büntetőjogi gyakorlat se „jutalmazhatta” mással, mint több év börtönnel. Amitől a bankból kifolyt pénz persze még nincs meg.

Egyébként a vállalatok igazgatótanácsaiban ülő banktisztviselők esetében igen nyilvánvaló, hogy a kellemes barátinak mondható viszonyok rontják az ellenőrzés hatékonyságát, s így azok az emberek válnak a megfelelő információáramlás akadályozóvá, akiknek hivatalból ezt kellene éppen előmozdítani. Az állami tulajdonú bankok esetében pedig saját igazgatótanácsuk összetétele volt problematikus. Az állami képviselők általi politikai nyomásgyakorlás lehetősége esetenként a portfólió romlásához vezethetett. Az utóbbi viszont ezen az alapon is felveti a konszolidáció indokoltságát, még a külső hatásokra rosszul reagáló bankok esetében is. Az igazgatósági tagság a felelősség átvállalását is jelenti az állam részéről. Nehezen mondhat a pénzügyminisztérium szigorú ítéletet a banki ügyvezetés hibás döntéséről, ha magas rangú képviselője ott ült az igazgatótanácsban, s nem határolta el magát a döntésektől... Sajnos a magyar gyakorlatban ez holmi bonusz volt az alacsonyan fizetett köztisztviselők számára, s valójában senki nem gondolta komolyan, hogy neki igazgatnia kellene a bankot. A konszolidáció terhét tehát a PM-nek vállalnia kellett, bár



ez a teher korántsem az igazgatósági, felügyelő bizottsági köztisztviselőkre, hanem az adózó magyar állampolgárok összességére terült szét.

Fontos csőd-ok a *lejárat* *összhang* hiánya. A lejárat transzformáció, a lejáratok kezelése és összhangba hozása betéti és hiteloldalon a bankszakma lényege. Ha egy bank rosszul időzít, akkor lehet, hogy csak nagyon drágán tudja megoldani likviditási helyzetét, s ez, ha sűrűn fordul elő, „megeszi” a jövedelmet, a banküzemet vesztésébe fordítja. A kamatkockázat különösen veszélyes, ha külföldi valutáról van szó, hiszen itt az árfolyamkockázat egy további rizikót növelő tényező, s az ún. átutalási kockázat is megjelenik. Nagy veszély forrása, ha az adósok fizetéseképtelensége miatt a hiteleket folyamatosan átütemezik. Az ugyan igaz, hogy egy eleven eger jobb egy döglött oroszlánnál, azaz, a vállalat életben tartása elemi érdeke nemcsak a cégnek, de a finanszírozónak is, hiszen a levágott kecske nem ad többet tejet, s a csődbe zavart vállalat elkótyavetyélt vagyonából ugyan kielégíthetem követelésemet, de nem lesz lassan ügyfelem, akihez újra kihelyezzem a pénzt. Ezért érthető, hogy ügyfeleik fizetéseképtelenségét a magyar bankok is igyekeztek kitolni. Az már kevésbé érthető, hogy így a könyvelésileg kimutatott kamatokat mint befolyt jövedelmet osztalékként ki is osztották... Itt kellett volna észben lennie a felügyeletnek. Csakhogy ez a küzdelem nem olyan egyszerű, ha a csatát a saját főnökeiddel vívod meg. Mert gondoljuk csak el, a PM alá tartozó felügyeletnek kivel kellett vitatkoznia – anno – az osztalék- és adófizetés letiltása ügyében? Az adó kedvezményezettjével, s mivel az évtized elején a bankok többsége még állami tulajdonú volt, ismét csak a kormánnyal...

A banki belső ellenőrzés hiányosságai, a belső szabályok lazaságai ugyancsak sok veszteség forrásai lehetnek. A *hitelkihelyezések minősítési rendszere*, a döntési hierarchiák és keresztkontrollok kiépítése fontos előfeltétele, hogy a bankvezetés képben legyen. Vigyázni kell arra, hogy ne az minősítse a hiteleket, aki nyújtotta. Az adósminősítésnél, a fedezetértékelésnél szigorúan ragaszkodni kell az objektív kritériumokhoz, akkor is, ha a szubjektív tényezőknek a megítélésben viszonylag nagy tere van. Éppen ezért fontos a döntési hatásköröknél a testületi jelleg megőrzés, a jogkörök centralizálásának kerülése. Ha nem így teszünk, hatalmas lehetőséget adunk bankvezéreknek, hogy más pénzével kalandozzanak. Itt se kell például meszszi-re menni. A *postabanki csődöt* igazán nem a körülmények kedvezőtlen alakulása okozta, hanem a túlzott növekedés, s a túlcentralizált döntési rendszer, a gyenge belső ellenőrzés és a politikai motivációktól nem mentes üzletpolitika, hazard vezetőssel párosulva. Valójában itt már az a kérdés, hogy a vezetés a gyenge ellenőrzés miatt nem volt képben, vagy az ellenőrzés gyengesége a vezetés akarata volt-e? Sőt, tovább is mehetünk. Ez a kérdés nem kérdés, mert a bank maga választotta auditora olyan magánszemély volt az utolsó időkig, aki e bankméretekhez igazodó felelősségbiztosítással nem rendelkezett, s nem is rendelkezhetett, vagyoni viszonyai alapján. Dekoráció volt, a bankjog megcsúfolására. Itt csak a sokkal határozottabb felügyeleti kényszerítés vezethetett volna eredményre – de ehhez a felügyeletnek éreznie kellett volna a politika teljes támogatását, és nem fordítva.

A *hibás banki döntések*, a rossz üzletpolitika már kezdettől fogva magában foglalhatja a kozmetikázó menedzsment, a kapkodó menedzsment sőt, a csalás bizonyos elemeit. A nagyhitelek szétagolása, a befektetések piramisának kiépítésével, a közbeiktatott láncszemekkel a külső szemlélő figyelmének elterelése a nagy kockázatvállalásokról, a fedezetek mesterséges fölértékelése, a jó adós kategóriájába való erőltetett besorolás, a hitelcenzúra bizottságok megkerülése, az egyszemélyi döntéshozatal mind-mind gyakorlati példája az adatok manipulálásának, annak hogy a törvény betűjének csak látszat szerint kívántak megfelelni. Az olyan akciókat, ahol tízmilliárdos tételekről faxon történő körbeszavazással döntenek, nem lehet komoly mérlegelésnek, felelős befektetői magatartásnak tekinteni. Nem lehet kétséges, hogy azok a bankcsődök, amelyek ilyen okok miatt alakulnak ki, s kerülnek a széles publikum érdekeinek megvédése céljából konszolidálásra, más megítélés alá kell esnek, mint az évtized nagy társadalmi-gazdasági átalakulása miatti konszolidáció. Itt a menedzsment felelőssége éppúgy egyértelmű, mint az imprudens magatartása miatt korábban csődbe került és felszámolt bankok, takarékszövetkezetek esetében. Az, hogy például a Postabanknál konszolidációra került sor, az a „túl nagy, hogy megbukjon” tétel miatt volt.

## 6. Három szakasz

A magyar bankcsődök története három szakaszra bontható. Az elsőbe azok a bankok sorolódnak, amelyek a szektor egészének konszolidációs szükséglete mellett, azzal nem egybemoshatóan, imprudens menedzsment döntések következtében veszítették el tőkéjüket, s a betétesek pénzét (Ybl Bank, Hevesi Takarékszövetkezet).

A második csoportba olyan bankok tartoznak, amelyek a konszolidáció szakaszában már létezve, hoztak is a körülmények alakulásából eredő terhet magukkal, de magánbankok voltak. Ezeket a terheket a konszolidáció nem vette le róluk, vagy mert a cég, vagy mert maga a hatalom nem akarta (például, hogy ne mentsünk meg állami pénzen magáncéget, vagy köszönjük, nem kérünk a konszolidációból, ha elveszítjük ezzel tulajdonosi mivoltunkat: Reálbank, Agrobank). Ezek a bankok aztán belementek olyan, a jog határán járó akciókba, amellyel az öröklött terhek mellé újakat keletkeztettek. Az a kísérlet, hogy „ledolgozzák” a hozott terhet, saját erőből konszolidálják a bankot, nem járt sikerrel. Az ok komplex: esetenként a válságkezelés terápiája se volt ideális. Az Agrobanknál például a helyzet végleges romlásához nagymértékben hozzájárult a betétesek rohama, amelynek forráskiáramlását a bank már semmiképp nem lett volna képes kiheverni.

Végül külön kell tárgyalni a *Postabank* esetét. Itt nem az öröklött terhek, hanem a banki üzletpolitika alakította ki a hatalmas veszteséget. A Postabank szinte a forgatókönyvet követte, hiszen az ügyes marketing és szervezés hatására dőlt be a pénz. Viszont 1993 után „elszállt” a mérlegfőösszeg, a tőkehiányt – a céltartalék-szükségletet – különféle kozmetikázással kisebbítették, a döntéseket koncentrálták, az

áttekinthetetlenséget a holding kiépítésével fokozták, az államot tőkepótló befektetésre készítették, adóparadicsombeli „befektetőket” próbáltak behozni a tulajdonosi körbe, majd végül – valóban a vég eljövetelét érezve – „portfoliócserét” hajtottak végre külfölddel, mesterségesen kialakított árfolyamon, rossz hitelt tartalmazó cég-portfóliót majdan elkészülő üdülőingatlan jelenértékére cserélve..... Hogy a műveletsorozat mennyire tankönyvszerű pontossággal követte a negatív példát, hadd idézzük Aristobulo de Juan spanyol világbanki szakértő tanulmányának egy részletét, amely a jó bankárból rossz bankárrá válás utolsó szakaszáról szól: „Tényleges csalás a fizetéseképtelenség közeledtével következik be, amikor a bankár már érzi a vég eljövetelét, és kísértést érez, hogy pénzt menekítsen ki a bankból. Ennek legfőbb módja az önhitelezés, ami saját vagy közeli személyes kapcsolatban lévő cég részére nyújtott hitelt jelent... Szintén az utolsó pillanatban lehet részben vagy teljesen a bank tulajdonában lévő vállalatok tulajdonos váltásával is csalni: ha a vállalat virágzó, akkor a bankár olcsón megvásárolhatja magának, ha a vállalat rossz állapotban van, akkor a bankár megveteti a bankkal magas áron. Végül is ő a döntéshozó. Az egész folyamatot természetesen bizalmas üzleti csoporton belül, papírcégeken és hasonló módszereken keresztül intézik, megkerülve a felügyeletet.” (Juan 1991, 42. o.). Lehet, hogy a Postabank vezetője nem ismerte ezt a tanulmányt, sőt, csaknem bizonyos. Mindenesetre ösztönösen követte gondolatmenetét.

## 7. Zárszó

A bank tehát bizalmi üzlet. A bizalom alapja, hogy a bankra bízott pénzt a szerződésének megfelelően pontosan visszakapja, a bank mindig eleget tudjon tenni tartozásainak, azaz *likvid* legyen. Erre tartósan csak akkor képes, ha egészséges viszony van eszközei és forrásai között, ami esetünkben azt jelenti, hogy a források értéke sose haladja meg az eszközök értékét, tehát a bank *szolvens*. Ha a polgár úgy érzi, hogy a bankban biztonságban van a pénze, azt jól forgatják, s kérésére vissza tudják fizetni – kamattól –, akkor nem kéri vissza. Ha legcsekélyebb gyanúja támad, hogy pénzvagyongója elveszhet, akkor rohan kivenni a pénzét. Még akkor is, ha arra az OBA garanciát nyújt. Mert már nem bízik semmiben. Oda a bank tisztessége, *prudenciája*. Tanulságos itt – komoly szakirodalom helyett – egy krimi idézni. A könyv bankemberekről szól, s egy pánikszerű bankmegrohanás lélektanát ábrázolja. „Az emberek már nem hitték el, amit mondtak nekik, mert túlságosan megszokták, hogy becsapják, hazugságokkal traktálják őket. Hazudott nekik a közelmúltban a kormány elnöke, hazudtak az egyéb kormánytisztviselők, politikusok üzletemberek, iparbárok, hazudtak a munkáltatók, a szakszervezetek. Hazudtak a hirdetések. Becsapták őket pénzügyi műveletekkel, kötvényekkel, részvényekkel, vállalati jelentésekkel és „hiteles” mérlegbeszámolókkal. Hazudtak – időnként – elfogult tudósításokkal vagy elhallgatással – a hírközlő eszközök. Bizony, végtelen a lista! Becsapás

becsapást, csalás csalást követett, míg aztán a hazugság – vagy enyhébben szólva: a torzítás –, a teljes igazság hiánya életforma lett.” (Hailey 1994, 381. o.).

Másrészről viszont megdöbbentő az a naivitás, ahogy immáron egy évtizede bedőlnek a polgárok a különféle kedvezményes kamatok, hozamok szerencsejátékának. Nem mérik fel, hogy a magas kamatok éppen a nagy kockázatokat hivatottak fedezni – s értetlenül állnak, ha elvész a pénzük.

Aligha vitatható: a bizalom megszilárdítása több mint jó bankvezetés, több mint jó bankfelügyelet. A pénzügyek hitelességét a gazdaságpolitika – sőt, a társadalom egészének – morális tisztasága garantálhatja.

### *Felhasznált irodalom*

Juan, A. de 1991: *From Good Banker Bad Banker*. Kézirat, Word Bank, Wahington.  
Hailey, A. 1994: *Bankemberek*. Európa, Budapest.

## Contributors

*Katalin ANTALÓCZY*, Financial Research Company, Budapest

*Katalin BOTOS*, Department of Finance, Faculty of Economics and Business Administration, University of Szeged

*Péter CSILLIK*, Hungarian Banking Association, Budapest

*István DEDÁK*, Department of Economics, College of Economics and Agriculture, Szent István University, Gyöngyös

*György KOVÁCS*, Department of Finance, Faculty of Economics and Business Administration, University of Szeged

*András NEMESCSÓI*, Hungarian Financial Supervisory Authority, Budapest

*Zsolt WERMESER*, Hungarian Financial Supervisory Authority, Budapest

*Gábor P. KISS*, The National Bank of Hungary, Budapest

*András SIMON*, The National Bank of Hungary, Budapest

*János VINCZE*, Department of Mathematical Economics and Econometrics, University of Economic Sciences and Public Administration, Budapest



## **Transition and monetary policy**

*Katalin BOTOS*

Theoretical and practical experts often raise the question why the methods and aim of monetary and fiscal policy remained unchanged after the political transition in Hungary. The simplified answer is because of the IMF conditions. But only a more detailed analysis could answer a wide range of other emerging questions:

Couldn't it have happened in another way? If so, why not? Why was monetary restriction unavoidable in the period of the hidden system-transformation? What is the relation between economic growth and monetary-fiscal policy? What foreign exchange policy was necessary to create balance of payments equilibrium? What is the influence of FDI on the economic growth of the country and the balance of payments? What kind of challenges do we face in the state household in the period of EU accession? Which kind of support does economic policy need from monetary policy at the beginning of the 3rd millennium? These are the main issues the study tries to answer.

*Key words: monetary policy, systemic transformation, EU accession, capital inflow, public finance*

## **Working capital investments and investment stimulation in Hungary**

*Katalin ANTALÓCZY*

Hungary played a significant role relating to working capital investment per capita during the transition period in Central and Eastern Europe. After privatisation has been finished domestic working capital inflow entered into a new phase in the last third of the 1990's which was characterized by stagnating capital inflow of approximately 2 billion US dollars annually, a growing importance of owners' credit, significant amount of profit reinvested and slowly extending volume of capital export.

In our study we look a domestic system of investment stimulation currently working and compare it to the practice of the European Union. Following this, I investigate the possibilities of distinguishing between the differently motivated investor groups and then the chances of their success. The most important conclusion of the study is that Hungary needs first of all export-oriented network building, the domestic connections, forward placing, growing value producing investors based in the current fundamentals and the desired course of development.

*Key words: working capital inflow, investment stimulation, market and export-oriented investors, investment matrix*

## Some lessons from growth theory for catching-up countries

István DEDÁK

The evolving revolution dating from the second half of the 1980's has brought extraordinarily accurate and precise analysis of developing processes of national economies to the theory of economic evolution and has also led to consistent theories with empirical data. As a consequence, modern growth theory offers many examples for countries with emerging economies and also contains guidelines about macroeconomic areas to which economic policy must pay additional attention. Special relevance is given to the theoretical contexts of economic catching-up by the fact that in most Eastern European transition states economies have started a dynamic growth in the middle and in the second half of the 1990's after the recession and transformation. In spite of the ongoing growth many uncertainties and questions have risen regarding the transition process. Problems have been connected mainly to the durability of growth, the possible time of catching-up and to the real extent of the growth rate of catching-up. In our opinion, deductions connected to the time of catching-up and the growth rate are formulated that in many cases lack economic reality.

In our study we make an effort to summarize some of the most relevant lessons of evolutionary theory without totally covering the field and we will present some macroeconomic problems of the domestic growth process.

*Key words: economic emerging, growth rate, rate of savings, public debt*

## Financial policy, saving and public choice

Péter CSILLIK

The globalizing world in the revolution of electronics gives a chance again to Hungary to transform from a country of the semi-periphery into a country of the semi-centre by intelligent cooperation. To cooperate efficiently with multinational companies in the long-run we must build a strong supplier background. To achieve this, adequately high interest rates are a pre-requisite for stimulating domestic savings (adjusting to the course of economic growth and accumulated wealth) which slows down growth in the short-run. We don't know for sure which political coalition views sustainable development as more fundamental than fast growth we only know for sure that people will cast their vote on this in 2002. We don't know who will participate in the elections but we can suspect that their financial contribution to the public sector, the size of the sociological group they belong and their degree of education will play a role. Even less do we know which political party the elector is going to vote for but we do know that his position on a scale of power reflects



whether he is interested in transfers or tax reduction, birth or mortality control and what his general attitude is towards short term sacrifices if the burdens are mainly paid by others.

In this study we concentrate on 2 things: in the first part we'd like to point out how savings depend on interest rates in a fully developed and in an emerging economy and why is it essential to adopt a sustainable growth-maximizing and not a short term growth maximizing economic policy. In the next part we will examine using the theory of public choice which of the competing economic policy conceptions get priority in political elections in democratic countries.

*Key words: transformation and transaction costs, model of savings, public choice, welfare expenditures*

### **Challenges of economic policy and the state-bond market in respect of joining the European Union**

*András NEMESCSÓI – Zsolt WERMESER*

The establishment of Economy and Monetary Union (EMU) and the introduction of the euro have led to fundamental economic changes both on the national and global levels. The authors give an overview of the effects and challenges of this economic and political conversion, particularly in the field of the monetary and fiscal policy as well as debt management, with reference the Hungarian economy. The authors divide the discussed space three theoretical parts. The first period has started with the signing of the Hungarian – EC Agreement on Association and lasts till our accession to the EU. The second theoretical part of the study deals with the period starting with our EU-accession, while the last part deals with the era coming after Hungary joins EMU.

*Key words: EMU, convergence, government securities, debt management, Balassa-Samuelson effect*

### **Fiscal transparency – without index numbers?**

*Gábor P. KISS*

One of the main findings of the study is – depending on the aim of the survey – that there is a need for more fiscal index numbers at the same time. Parallel to this it draws attention to the need to know the theoretical background of different index numbers. Only then can we decide which index number to use in a given case and how to alter existing index numbers. Furthermore according to statistical standards it compares the advantages and drawbacks of index numbers made for analysing. Statistical index numbers - in spite of their apparent advantages - often don't meet the

requirements either of comparability or simplicity. This has as a consequence that the mechanical use of statistical rules ensures only formal comparability. The precondition for comparing the content is to define adequate alternative index numbers for economic analysing. You can read in the study the main analysing index number (SNA deficit) applied by the Hungarian National Bank illustrating how to characterize fiscal policy in the 90's regarding demand impact.

*Key words: transparency, deficit, net financial asset, ESA, GFS*

### **Inflation and exchange rates or inflation and exchange rate policy?**

*János VINCZE*

In the past decades pegging nominal exchange rates was frequently regarded as the safest way to control inflation in (small) open economies. After a number of frustrating episodes the opposite view developed, also. According to the latter the nominal exchange rate has a negligible role in the determination of inflation. This study reports some basic facts about the relationship between exchange rates and prices. Then it turns to explanation and inferences. The main conclusions can be summarized as follows: 1. Nominal exchange rates have had a very important role in the determination of inflation in Hungary, both directly and indirectly. Although, we might have a different impression. 2. Prices are influenced both by current and expected exchange rates. 3. Changing the exchange rate regime might alter the nexus between exchange rates and prices, at least in the short term, by making it more noisy at present.

*Key words: inflation, nominal exchange, real exchange, exchange rate policy, small open economy*

### **Costs and benefits of macroeconomic policy strategies**

*András SIMON*

In a country where external debt is high the level of interest rates is a crucial element of the interest cost burden. However, high interest rates are an important tool of monetary policy to fight against inflation. How can the two targets, low interest costs and disinflation be reconciled?

The answer relies on the fact that the rate of disinflation depends not only on the interest rate but on the expectations of the market. Inflation expectations depend largely on the credibility of policy focusing on the health of the economy: maintaining or approaching low levels of indebtedness, and demonstrating a history of steady improvement in the inflation rate and exchange rate. In such an economic environ-

ment investors are willing to finance economic growth at a lower interest rate. Such a policy cannot be successful without the cooperation of a prudent fiscal authority but if it obtains the support of fiscal policy, the costs of the disinflation process can be minimized. The present Hungarian economic strategy is based on these considerations.

*Key words: disinflation, exchange rate regime, financial stability, sterilization, yield curve*

### **Regulating capital requirements for credit risks: the past, the present and options for improvement**

György KOVÁCS

The practice of banking regulation has undergone constant changes during the last decade in Hungary in the context of which laws on financial institutions and then on credit institutions and connecting lower-tier regulations attempted to alter existing rules in accordance with the practices of banks and the requirements of international regulations, respectively. The key element of international and national regulation as well became recommendations or orders on capital requirements, like the capital adequacy ratio of 8% which has had an international career in the last 12 years. This study attempts to introduce the changes in Hungarian regulatory practices regarding capital requirements of credit risks and draws attention to problems of the existing regulation. Some new ideas are also formulated regarding the possibility of enhancing regulation according to international recommendations.

*Key words: warranted capital, credit risk, capital adequacy, diversification, risk weighting*

### **Liquidity, solvency, prudence**

Katalin BOTOS

Finance is surrounded by mystery although it's a profession. What's more it's a profession in which credit is built upon trust. Banking Supervision and other money and capital market supervisory organs as well have the task of forcing, keeping and helping this trust and prudent behaviour. The right way of circulating money is a Bank Management comprising of trustworthy, reliable people. Prudent banking operations require prudent bank officials. Bank crisis have always been linked with improper management. Actors in business create their own environment. Surveillance cannot be a substitute governance.

*Key words: financial policy, Banking Supervision, bank qualification, bankruptcy*



**B 192589**

h<sub>2</sub>

XB12050

ISSN 1588-8533



Kiadja a JATEPress  
6722 Szeged, Petőfi Sándor sugárút 30-34.  
<http://www.jate.u-szeged.hu/jatepress/>

Felelős kiadó: Dr. Farkas Beáta dékán  
Felelős vezető: Szőnyi Etelka kiadói főszerkesztő  
Méret: B/5, példányszám: 500, munkaszám: 37/2003.